

UNIVERSIDAD NACIONAL DE ROSARIO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ESTADÍSTICA
CARRERA DE POSGRADO DE MAESTRÍA EN FINANZAS



Tema de la tesis de Maestría: Análisis del esquema de compra apalancada Leveraged buyouts, y su aplicación en Argentina y en el exterior.

Autora: C.P. Carolina V. Danelón

Tutor: Mg. Hernán Ariel Sánchez

Fecha: Febrero 2015

Índice

1) Introducción	1
2) Antecedentes	1
3) Fundamentos teóricos	5
3.1) Concepto de compra apalancada (leveraged buyout o LBO)	5
3.2) Determinantes del procedimiento de LBO	9
3.3) Principales características de las empresas objetivos	12
3.4) Tipos de LBOs	14
3.5) Procedimiento del LBO	15
3.6) Consecuencias producidas por el LBO	17
3.8) Conflictos de intereses en el LBO	19
3.9) Ventajas y desventajas del LBO	20
3.10) El LBO en el exterior	22
3.11) Tratamiento del LBO en Argentina	31
4) Conclusión	48
5) Bibliografía	51

INTRODUCCIÓN

El objetivo de este trabajo es investigar y profundizar acerca de uno de los métodos más conocidos en la década del '80 en la economía americana referido a la adquisición de compañías a través del apalancamiento financiero (*leveraged buyouts o LBO*).

Una compra apalancada es una transacción en la cual el inversor, por lo general, sociedades de inversiones (*private equity*), compra una compañía con deuda. Es decir, se compra la compañía objetivo con recursos externos y luego con su propia capacidad financiera se repaga la deuda. A partir del empleo de este método de compra “las ganancias totales de los accionistas de empresas vendidas en fusiones, adquisiciones, compras apalancadas y otras reestructuraciones corporativas en los 12 años comprendidos entre 1977-1988, totalizaron más de 500 mil millones de dólares en 1988.” (1)

La estructura de este trabajo será la siguiente: en primer lugar se realizará un breve resumen en el cual se explicará en qué consiste este procedimiento de compra apalancada y cuáles son sus antecedentes.

Luego se dará a conocer cuáles son las principales características que deben poseer las empresas objetivos para que este método sea posible, las distintas clases de LBOs y la secuencia del procedimiento de compra apalancada.

Finalmente, se informará acerca de cuáles son las razones que explican un aumento del valor de la compañía cuando la compra de ésta se realiza a través del apalancamiento, los beneficios que les reporta a sus accionistas y a la empresa objetivo y los conflictos de intereses que pueden generarse entre accionistas y directivos. Además de cuáles son las ventajas y desventajas que producen este tipo de transacción y como se aplicó el LBO en Argentina y en el exterior.

ANTECEDENTES

Para poder entender el auge de este fenómeno durante la década del '80 hay que hacer un breve resumen de cual era la situación económica de Estados Unidos en esa época.

Según los autores Krugman P. y Obstfeld M. en su libro “Economía internacional” Estados Unidos se encontraba dentro de un clima de depresión económica producido principalmente por lo que se denominó en su momento “estanflación” (combinación de

(1) Ross S., Westerfield R. y Jaffe J.; “Finanzas Corporativas”; séptima edición (2005); editorial Mc Graw-Hill Interamericana Editores S.A. de C.V.; México; pp 834.

estancamiento de la producción y alta inflación). Este fenómeno estuvo acompañado por un incremento en el precio del petróleo en el año 1973, altas tasas de desempleo y un alto déficit del tesoro norteamericano. El resultado generó una fuerte depreciación del dólar que comenzó en el año 1976, aumento de la deuda pública con la consecuente alza de la tasa de interés para atraer a capitales extranjeros, entre otros.

De acuerdo al artículo “El auge de la economía mundial 1983/1989. Los trucos del neoliberalismo” del autor Dos Santos T. publicado en la revista Nueva Sociedad, las variables mencionadas anteriormente generaron un clima de especulación en los mercados que llevó a que exista una enorme masa de títulos, valores y signos financieros sin ningún respaldo en la realidad económica. Con ello se inició un proceso de desvalorización de activos, sobre todo financieros, por lo que los capitales extranjeros comenzaron a desconfiar en los títulos del gobierno. El gobierno se vio obligado entonces a disminuir la tasa de interés y ante este escenario, los capitales extranjeros comenzaron a invertir en activos reales compuestos principalmente por inmuebles y empresas que entraron en un gigantesco proceso de fusiones.

Asimismo, según los autores Scharf C., Shea E. y Beck G., el LBO se desarrolló durante la década del '80 gracias a la combinación de varios eventos que dieron lugar a este proceso de compras apalancadas. Debido a los altos impuestos sobre las ganancias de capital y otros factores, no hubo un gran crecimiento en el mercado de capitales, ni tampoco en los bancos de inversión y corredores de bolsa. Como resultado al acceso limitado en los mercados de valores tradicionales, gracias al aumento de la competencia producto de la desregulación de la ley Glass-Steagall Act (ley que limitaba el poder de los bancos y separaba las funciones de resguardo del dinero, inversión y aseguramiento) y al aumento de los costos de los fondos propios, las entidades financieras vieron la oportunidad de financiar a las empresas reemplazando parcialmente el papel principal del equity. Este financiamiento estaba compensado con altas tasas de interés, participaciones en capital y alto grado de análisis de los cash flows y del negocio de la Sociedad. Muchas de las empresas que tenían oferta pública de sus acciones se encontraban con una cotización muy por debajo de la valuación de sus activos, debido a la baja expectativa de beneficios futuros, reflejada en los escasos márgenes operativos de ganancias que se operaban. A partir de este indicador, los dueños de las compañías se vieron forzados a aceptar la oportunidad que les brindaba el proceso de LBO. Este procedimiento de compra apalancada satisfacía las necesidades de muchas empresas en

aquel momento y representó una oportunidad para que las empresas dejaran de cotizar en el Mercado, o en inglés “go private” ante las amenazas que sufría el área de administración de las compañías que recibían ofertas de precios subvaluadas de sus acciones. Es decir, que este proceso permitió a un grupo de inversores privados hacerse de la compra de acciones en oferta pública que eran retiradas voluntariamente del mercado bursátil. Para aquellos que buscaban racionalizar sus negocios, representó una buena oportunidad de desinversión. A los accionistas les permitió hacerse de dinero a través de la venta a un precio aceptable y ordenar el gerenciamiento del negocio en cuestión.

La técnica de adquisición denominada “leveraged buyout” se ha desarrollado en los países anglosajones y particularmente en Estados Unidos desde fines de los años setenta, como evolución de un fenómeno por el cual las acciones de una “public company” eran compradas por pocos inversores privados. En un lapso de tiempo relativamente breve ésta se ha convertido en una técnica financiera de adquisición extremadamente difundida e importante hasta la primera mitad de los años noventa, en el curso de los cuales, sin embargo, un conjunto de factores (crisis económica, aumento de tasas de interés, etc.) han determinado la quiebra de muchos LBO tanto en Estados Unidos como en Europa.

A medida que los años 80 pasaban, los precios en el mercado de capitales crecieron en forma abrupta. Por ejemplo, el promedio del Dow Jones, que estaba por debajo de 1.000 durante 1970, estuvo por encima de 2.500 a pesar de una fuerte caída en octubre de 1987. Como los precios de adquisición y las cargas por deudas por compras apalancadas crecieron, el riesgo real apareció a finales de la década del ‘80 lo que implicó que algunos compradores que utilizaron este método de compra apalancada fracasaran.

Durante las últimas décadas del siglo XX según Ross S., Westerfield R. y Jaffe J., los analistas económicos y las evidencias empíricas dieron indicios de que las tomas de control, las adquisiciones empresariales apalancadas (LBOs) y las reestructuraciones corporativas jugaron un papel importante en la economía competitiva de ese momento. Como consecuencia de las compras apalancadas, los administradores adquirieron un interés propietario sustancial en la sociedad lo que generó una disminución en los conflictos de intereses entre administradores y accionistas de la empresa respecto de los pagos del efectivo libre. El objetivo de los administradores se focaliza en maximizar el

valor de la sociedad. Asimismo, la cancelación de la deuda requerida sustituye los pagos de dividendos para los accionistas y la tendencia de retener de manera excesiva el dinero disponible.

Es de esperar que, tal como lo mencionan los autores Hitt Michael A., Ireland R. Duane, Hoskisson Robert E., los compradores de la compañía objetivo, en la mayoría de los casos, tengan intenciones de volver a venderla con utilidades en el plazo de cinco a ocho años. En función de ello, los administradores adoptan un enfoque a corto plazo y no son partidarios de correr demasiados riesgos, por lo que no invierten en investigación y desarrollo que permita mejorar el crecimiento de la compañía.

Según destaca Polak Federico G., el primer caso de compra apalancada o LBO del cual se tiene registro se ubica en Estados Unidos, con la compra de la compañía Stern Metals (fabricante de productos dentales en el estado de Nueva York), por un precio de casi 10 millones de dólares.

La operación fue llevada a cabo por un grupo de inversores encabezados por el banquero Jerome Kholberg, con una gran porción de dinero prestado y adquiriendo las acciones a un dólar con veinticinco centavos cada acción que luego en unos meses se vendieron en ocho dólares cada una.

“El método empleado en la compra de Stern Metals fue perfeccionándose cada vez más. Siempre que Kholberg compraba una empresa, reducía los gastos en forma implacable, vendía las operaciones que no le interesaban y dedicaba el dinero ahorrado a pagar las deudas contraídas para la adquisición. A los ejecutivos de la empresa que compraba, les daba incentivos en forma de acciones, porque había descubierto que era el método más efectivo para que trabajaran con mayor entusiasmo.” (2).

Según el autor Gaughan Patrick A., el proceso de LBO más importante de Estados Unidos fue el de RJR Nabisco del año 1988, por 21.000 millones de euros. La compañía fue comprada por el fondo de inversión Kohlberg Kravis and Roberts. La mayoría de los LBOs que realizó este fondo inversión fueron un éxito, salvo este caso en particular. Uno de los problemas que tuvo este proceso de compra apalancada fue que el comprador asumió mucha deuda que dejó a la compañía con un elevado nivel de

(2) Naishtat S. y Maas P.; “El cazador, la historia secreta de los negocios de Juan Navarro y el Grupo Exxel”; primera edición 2000; editorial Planeta; Buenos Aires – Argentina; pp 77.

apalancamiento financiero. Sobre este caso en particular se hablará más adelante. Según la explicación de este autor, “los compradores de las compañías en transacciones apalancadas suelen planificar reducir ese apalancamiento con la venta de activos, cuyos ingresos pueden usarse para pagar la deuda como depósito y reducir el pago de ésta. También intentan implementar cambios en las estructuras de costes y aumentar rendimientos, que disminuirán los costes totales de la compañía y permitirán pagar la deuda.”(3)

FUNDAMENTOS TEÓRICOS

Concepto de compra apalancada o LBO

Uno de los procedimientos a partir del cual se puede adquirir una compañía es a través del apalancamiento, es decir, la compra a través de la obtención de recursos financieros externos a la empresa.

Por lo general, este tipo de procedimiento lo realizan “...fondos de capital de riesgo que invierten en empresas con una generación de cash flows (ya que permiten un mayor apalancamiento) y suelen comprarlas usando una gran cantidad de deuda. En general, se trata de empresas con un crecimiento de ventas modesto y sin mucha variación de márgenes. A pesar de que, inicialmente, pueda dar la impresión de que comprar empresas de este perfil no da grandes rentabilidades, no es así, pues pueden ser operaciones muy rentables.”(4).

Según artículo publicado por Telias S., llamado “El planeamiento fiscal en las compras apalancadas (leverage y leveraged buy-out transactions): tratamiento de los intereses comprendidos en la operación”, en el proceso de LBO se distinguen tres protagonistas centrales: la *shell company* (adquirente), la *target company* (sociedad objetivo) y los denominados *merchant banks* (sociedad financiadora de la operación). El procedimiento es el siguiente: la *shell company*, para adquirir a la *target company*, no dispone del capital suficiente por lo cual solicita un préstamo al *merchant bank*, a la cual le ofrece, en garantía, las acciones o los activos de la sociedad objetivo.

(3) Gaughan Patrick A.; “Fusiones y adquisiciones. Las claves para prevenir errores”; segunda edición (2006); editorial Deusto Planeta De Agostini Profesional y Formación, S.L.; Barcelona – España; pp 24.

(4) Díez Torca I.; “Cómo entender las finanzas de hoy”; editorial Antoni Bosch, editor, SA; edición año 2010; España; pp131.

Asimismo, puede existir un cuarto protagonista denominado *holding company*, *venture capital company* o *newco*, cuyos integrantes son los sujetos participantes de la adquisición, y se la constituye con el único objeto de adquirir la *target company*. Si la operación se limita a la adquisición del capital accionario, o a la fusión entre la *shell company* y la *target company*, con lo cual se produciría una fusión patrimonial, el endeudamiento de la *newco* se trasladaría al patrimonio de la sociedad adquirida; en ese caso la operación se denomina *merger leveraged buy-out*. La incorporación de la *target company* a la *newco* se conoce como *forward leveraged buy-out*; en cambio, cuando la *newco* se incorpora a la *target company*, se la llama *reverse leveraged buy-out*.

“Las compras apalancadas (LBO) se diferencian de las adquisiciones ordinarias por dos grandes aspectos obvios. Primero, una gran parte del precio de compra se financia mediante deuda. Una parte de, si no toda, esta deuda tiene la consideración de bonos basura, es decir, tiene una calificación por debajo del grado de inversión. Sobre este tipo de bonos se hablará más adelante. Segundo, la empresa se excluye de la cotización en Bolsa y sus acciones ya no se negocian en un mercado organizado.”⁽⁵⁾ Generalmente, el LBO puede utilizar distintos instrumentos de deuda, estos pueden provenir del mercado financiero como así también del mercado de capitales.

Al comienzo del proceso, existen dos tipos de accionistas que conforman lo que se llama una Sociedad Holding, el *General Partner* y el *Limited Partner*. El primero, es quien visualiza la oportunidad de inversión, toma las decisiones y aporta poco capital o *equity*. Respecto del segundo, es quien aporta gran parte del capital social y no tiene mucha participación en las decisiones de la empresa.

El accionista *General Partner* se encarga de obtener los fondos necesarios para conformar el capital de la Sociedad Holding. Estos fondos provienen de terceros ajenos a la Sociedad, quienes reciben a cambio un derecho de prenda sobre las acciones de la Holding y la empresa objetivo o *target*. “En los LBO los inversores suelen colocar su dinero en las distintas capas de financiación de la operación, lo que recibe el nombre de financiación mediante franjas verticales (*vertical strip financing*) y cuyo objetivo es que cada inversor posea una parte de cada tipo de financiación, debido a los conflictos que podrían suscitarse entre los diversos prestamistas para financiar las diversas capas de deuda y acciones con sus distintos rendimientos y riesgos asociados.” ⁽⁶⁾

⁽⁵⁾ Brealey R., Myers S. y Allen F.; Principios de Finanzas Corporativas; octava edición; editorial Mc Graw-Hill; Madrid – España; pp 999.

⁽⁶⁾ Mascareñas Pérez Íñigo J.; “Fusiones y adquisiciones de empresas”; tercera edición (2000); editorial Mc Graw-Hill/Interamericana de España S.A.U.; Madrid – España; pp 167.

Según Mascareñas Pérez Íñigo J., el empleo de recursos financieros ajenos es el instrumento más utilizado cuando se quiere financiar la compra de acciones de la empresa objetivo con dinero líquido. Existen dos tipos de prestamistas, los principales que se agrupan en asegurados y no asegurados y los prestamistas subordinados. En el primer tipo, los asegurados representan a aquellos prestamistas cuya financiación está avalada con los flujos de fondos esperados y los activos de la empresa adquirida. La financiación de este tipo alcanza el 50%. Respecto de los subordinados, por lo general bancos de inversión, son aquellos que otorgan una financiación intermedia entre la deuda principal y los recursos propios. Se encuentran subordinados a los acreedores principales al momento de la liquidación de la empresa, así como también a la hora del cobro de los intereses. Esto hace que este tipo de deuda sea más arriesgada que la deuda principal. Por lo general, esta clase de financiación está representada por bonos de alto rendimiento (bonos basuras) que poseen un tipo de interés fijo o flotante. A dichos bonos se les puede agregar *warrants* que le otorgan al poseedor el derecho de adquirir acciones ordinarias de la empresa a un precio prefijado durante un período de tiempo determinado. Muchas veces, estos bonos poseen una cláusula de amortización anticipada a favor del emisor. Es importante que al momento de determinar la cantidad de bonos basura a emitir se analice la relación rendimiento-riesgo del apalancamiento financiero. Un alto grado de apalancamiento implica altos rendimientos en las acciones de la empresa pero también genera un aumento en el riesgo financiero en el caso que los flujos de fondos esperados no resulten como se habían proyectado. Por tal motivo, es conveniente emitir este tipo de deuda subordinada con un período de gracia en la amortización aproximadamente de 5 años o directamente que la misma sea de tipo cupón cero.

Los prestamistas subordinados “esperan obtener la mayor ganancia de la operación no a través del interés asociado a su préstamo, sino por el aumento esperado del valor de las acciones ordinarias de la empresa adquirida, que les permitirá esperar fuertes rendimientos al enajenar las acciones que poseen (debido a la conversión de los bonos en acciones ordinarias o al ejercicio de los *warrants*) unos pocos años después de la adquisición.” (7)

Continuando con el autor Mascareñas Pérez Íñigo J., los bonos basura o bonos de alto rendimiento se encuentran ubicados entre los bonos o deuda de poco riesgo y las acciones. Esto permite aumentar la capacidad de endeudamiento hasta el punto en que

(7) Mascareñas Pérez Íñigo J.; “Fusiones y adquisiciones de empresas”; tercera edición (2000); editorial Mc Graw-Hill/Interamericana de España S.A.U.; Madrid – España; pp 178.

no se pueda emitir más deuda principal. Cabe aclarar que este tipo de bonos tiene un lugar de preferencia en caso de liquidación de la empresa sobre los acreedores ordinarios.

Una vez que la Holding obtiene los recursos necesarios, procede a comprar la empresa *target*.

En un primer momento, los acreedores de la Sociedad reciben como parte de pago por los fondos aportados, dividendos que la empresa *target* paga a la Sociedad Holding. Esto es así, hasta que la Sociedad Holding y la empresa adquirida se fusionan. A partir de ese momento, el repago a los acreedores es directamente con fondos de la Sociedad *target*. Es en este punto, donde desaparece la subordinación estructural de acreedores, es decir que los acreedores de la Sociedad Holding ahora están habilitados a exigir el repago de la deuda directamente a la Sociedad *target*.

Por todo lo expuesto, se puede afirmar que en el *LBO*, la empresa que se endeuda es la empresa objetivo, aquella que se pretende adquirir. “Debe quedar claro que la deuda contraída está asegurada no sólo por la capacidad crediticia del comprador, sino por los activos de la empresa adquirida y por los flujos de caja que se espere genere ésta. De tal manera que después de la adquisición el ratio de endeudamiento o apalancamiento financiero (es decir, deudas/fondos propios) suele alcanzar un valor comprendido normalmente entre 4 y 12, o incluso mayor”. (8)

El *LBO* puede utilizarse también como una estrategia financiera defensiva y de ataque en el campo de las fusiones y adquisiciones. Ante un intento de control hostil, la gerencia podría proponer a los accionistas el uso de un *LBO* como medio por el que ella comprará las acciones de aquellos accionistas que no quieran participar en la nueva empresa. Por otro lado, las adquisiciones hostiles también pueden ser realizadas a través del leveraged buyout.

Asimismo, el *LBO* puede utilizarse para incrementar el apalancamiento financiero y conseguir un aumento de los ahorros fiscales y al mismo tiempo disminuir los costos de agencia provenientes de los conflictos de intereses entre gerentes y accionistas.

Según artículo publicado por Schmidt Michael, existen diversas técnicas de aplicación de las compras apalancadas. Una de ellas es “*The portfolio plan*” o plan de cartera, a partir de la cual todos los participantes del proceso resultan beneficiados, incluidos los

(8) Mascareñas Pérez Íñigo J.; “Fusiones y adquisiciones de empresas”; tercera edición (2000); editorial Mc Graw-Hill/Interamericana de España S.A.U.; Madrid – España; pp 162.

gerentes, empleados y el comprador. Esta técnica tiene ventajas y desventajas. En un mercado competitivo, puede ocurrir que una compañía decida adquirir mediante apalancamiento a su competidor. Dicho plan es arriesgado debido a que la empresa tiene que asegurarse de que las ganancias por la inversión sean mayores a los costos de adquisición. Si el plan funciona, tanto los accionistas como los gerentes saldrán beneficiados.

Otra de las técnicas es la denominada “*The repackaging plan*” o plan de re envasado. Por lo general, en este plan participa una compañía *private equity* que utiliza apalancamiento proveniente del exterior para adquirir todas las acciones en circulación de una empresa pública. El objetivo de la empresa es quedarse con la compañía unos años, mejorarla, embellecerla y volverla a vender en el mercado a través del proceso de oferta pública inicial (IPO). Cuando se hace a gran escala, las compañías adquirentes logran diversificar riesgos ante la variación del tipo de industria. En este proceso los accionistas originales se benefician cuando la empresa *target* es adquirida a un precio mayor al de mercado, los empleados se benefician cuando la empresa *target* es salvada de una posible quiebra. Las ganancias para la compañía *private equity* comienzan con la adquisición de la empresa a un bajo precio y luego con su venta en el mercado.

La tercera técnica es la llamada “*The Split-up*” y su principal premisa es que la empresa *target* vale más cuando quiebra o cuando se venden sus partes por separado. Esto es bastante común con los conglomerados que han adquirido varios negocios en industrias relativamente independientes durante muchos años. El comprador habitualmente es un extranjero que puede utilizar las tácticas agresivas. Si tiene éxito, la empresa será desmantelada después de la compra y “las piezas” se venderán al mejor postor. Este método es el más temido por los empleados, ya que estos acuerdos suelen implicar despidos masivos, como parte del proceso de reestructuración.

Determinantes del procedimiento de LBO

“La existencia de nuevos productos financieros del estilo de los bonos basura, junto a la inflación existente a finales de los 70 (que permitía devolver las deudas con dólares más baratos) y a los altos flujos de caja producidos (aquí las deducciones impositivas juegan un papel importante) han impulsado al LBO al primer puesto de la popularidad entre las estrategias financieras defensivas y de ataque en el campo de las fusiones y adquisiciones.

Un importante criterio para realizar un LBO radica en la diferencia existente entre el valor de mercado de la empresa y su valor real (calculado éste a través de la actualización de sus flujos de caja esperados, por ejemplo). De tal forma que el usuario del LBO cree que puede explotar dicha diferencia ofreciendo a los accionistas una prima sustancial sobre el valor de mercado.

Uno de los mecanismos de defensa más utilizado contra posibles intentos de control hostil exógeno, suele ser el sacar a la empresa de la cotización bursátil. Para ello la gerencia propondrá a los accionistas el uso de un LBO como medio por el que ella comprará las acciones de aquellos que no quieran participar en la nueva empresa” (9).

A continuación se expone un ejemplo que permite explicar alguno de los motivos por los cuales se generan diferencia entre el precio de mercado y el valor ofertado por los compradores.

El autor Mascareñas Pérez Íñigo J. presenta como ejemplo la compra apalancada de las industrias Houdaille en el año 1979. Luego del LBO la empresa sufrió algunos cambios como ser, el apalancamiento (deudas/fondos propios) pasó de 0,13 a 5,95; 46 veces mayor que antes; los gastos financieros aumentaron 30 veces en su valor absoluto y el costo de la deuda se duplicó. Respecto de los flujos de caja que generaba la empresa, los mismos estaban disponibles para pagar la deuda asumida sin que existiera la necesidad de financiar su crecimiento. En función a ello, la empresa fue adquirida con su propia liquidez y con la ayuda de los ahorros fiscales generados por el aumento de los gastos financieros. Es así que Houdaille pasó a valer más para los nuevos propietarios que para los antiguos, lo que explicó la diferencia entre el precio ofertado de U\$S 40 por acción y el de mercado de U\$S 20,75 por acción.

Según artículo publicado por los autores Opler T. y Titman S. en el Journals of finance llamado “*The determinants of Leveraged buyout activity: Free cash flow vs. Financial distress costs*”, la mayoría de los estudios académicos están de acuerdo en que los ahorros en impuestos producidos por este tipo de operación permiten grandes ganancias y el flujo de fondos mejora considerablemente luego de la misma.

Tal como lo menciona el título de la publicación, uno de los determinantes del LBO son los costos financieros. Cuando se realiza este tipo de transacción una parte importante

(9) Confederación Española de Organizaciones Empresariales; “Gestión Económico – Financiera”; edición 1991; editorial Mundi - Prensa; Madrid – España; pp 266.

del proceso es la deuda financiera que se genera. Esta le permite a la Sociedad ahorros en impuestos a través de sus costos financieros. Luego de que el LBO fue llevado a cabo, la gerencia de la Sociedad pone gran parte de sus esfuerzos en cumplir con los intereses de los inversores en lugar de prestar atención a los cambios de estructuración que implica el proceso.

La magnitud de los costos financieros y los flujos de fondos que se generan luego de llevado a cabo el proceso, son dos factores importantes a la hora de decidir entre realizar un LBO o no. Estos dos determinantes difieren de acuerdo a las características de la empresa. Las empresas con un alto potencial en flujos de fondos son aptas para realizar este tipo de transacción. Con relación a los costos financieros, las empresas que tienen poco gasto en investigación y desarrollo y cuya actividad no está relacionada en la producción de máquinas y equipos resultan también favorables para el proceso de LBO.

Otras de las razones por la cual se efectúa este tipo de procedimiento fueron publicadas en el artículo presentado por los autores Fox I. y Marcus A. en el *Journals of finance* llamado “*The causes and consequences of Leveraged Management Buyouts*”. Dicho informe explica que el proceso de LBO ocurre principalmente por la división de intereses entre los administradores y accionistas de la empresa. Mientras que al accionista le interesa obtener el mejor precio por su acción, a los administradores le interesa el poder, status, el tamaño de la organización y su propia riqueza. Si ambos, administradores y accionistas, buscan maximizar las utilidades de la empresa, existe una buena razón para pensar que los primeros no siempre actúen en beneficio de los accionistas. Son los Directores quienes tienen la obligación de controlar que los gerentes o administradores persigan los mismos intereses que los accionistas. Según Kohlberg, Kravis, Roberts & Co. (KKR), una de las compañías de inversión más conocidas durante el auge de los LBOs, el criterio para seleccionar empresas objetivo de LBO es analizando su historial de rentabilidades y la estabilidad en flujos de fondos.

Según la publicación realizada por los autores Axelson U., Jenkinson T., Strömberg P. y Weisbach M. en el artículo denominado “*Borrow cheap, buy high? The determinants of leveraged an pricing in buyouts*”, los factores que afectan el apalancamiento y el precio en los LBO pueden explicarse a través de tres teorías:

- 1) Teoría del trade-off: esta teoría sugiere que la estructura de capital de una empresa debe adaptarse a los activos de la misma. Es decir que las compañías

- 2) con una rentabilidad estable, un elevado flujo de caja y con activos físicos que sirvan de garantía o colateral deberían estar altamente apalancadas. Esto es así debido a que poseen menores probabilidades de dificultades financieras y utilizan mejores los escudos fiscales que aquellas empresas cuyos activos son en su mayoría activos intangibles y tienen mayores oportunidades de inversión.
- 3) Teoría del market timing: esta teoría dice que una de las formas que los fondos de capitales privados tienen para ganar dinero es aumentando las ofertas mediante apalancamiento cuando el mercado de crédito está sobrecalentado. De esta manera, según esta teoría las compras apalancadas tienen que responder más a las condiciones de mercado que a las características de los activos de la empresa. Además, deben estar dispuestas a pagar precios más altos cuando el financiamiento es más barato.
- 4) Teoría de conflicto de agencia: Al igual que en la teoría de market-timing, esta teoría predice que las compras apalancadas estarían más impulsadas por las condiciones del mercado de deuda que por las características de la empresa objetivo.

Principales características que deben poseer las empresas objetivos

En los procedimientos de *leveraged buyouts* quien se endeuda es la empresa que se pretende adquirir. Para que esto sea posible, según Mascareñas Pérez Íñigo J., la empresa objetivo debe poseer ciertas características:

a) flujos de fondos elevados y estables, es importante que la empresa posea bajo niveles de riesgo económico que le permita cumplir con el pago de intereses y amortizaciones de la deuda. Por tal motivo, empresas cuya actividad posea un alto riesgo económico, tales como las pertenecientes al rubro de la construcción, alta tecnología, etc. no resultan idóneos para los LBO;

b) la compañía debe encontrarse en una etapa de crecimiento estable y sostenido debido a que si esto no fuera así, se necesitaría liquidez para acompañar al crecimiento de la empresa lo que no permitiría cumplir con los plazos de cancelación de la deuda pactada;

c) es necesario que los directivos de la empresa sean personas experimentadas y estables, capaces de trabajar con altos riesgos financieros, y de ser posible, sean accionistas de la empresa, ya que de esta forma los acreedores se sentirán seguros respecto del cobro de la deuda y;

d) es importante que la compañía a adquirir posea en su inventario activos que no estén relacionados con su actividad principal para que en el caso de no poder hacer frente al pago de la deuda se proceda a liquidar dichos activos sin afectar el negocio principal de la empresa.

Los autores Scharf C., Shea E. y Beck G. agregan otras características además de las mencionadas, a saber:

a) activos físicos de fácil liquidación que sirvan como garantía en caso de que surja la necesidad de solicitar un préstamo;

b) productos y clientes diversificados y;

c) escasa necesidad de aumentos de capital social durante el período de repago de la deuda a los acreedores por la compra efectuada.

Todas estas características proporcionan una buena base para asegurar los préstamos sobre los activos y estabilizar los ingresos en el caso de préstamos subordinados. Por el contrario, la Confederación Española de Organizaciones Empresariales sostiene que empresas que poseen pocos activos fijos en su patrimonio, es decir empresas de servicios, no se ajustan al modelo de LBO. Lo mismo ocurre en empresas que se encuentran en etapa de crecimiento y necesitan reinvertir los flujos de caja.

A modo de ejemplo, a continuación se expone una tabla con los diez mayores LBO hasta 1988 en donde se visualizan los distintos sectores industriales en los que se aplicó este proceso, las primas pagadas por acción y el PER (Price to Earnings Ratio) ofrecido, es decir relación entre el precio ofrecido y el beneficio neto.

Año	Adquirente	Objetivo	Sector	Precio	PER	Prima
1988	Kohlberg Kravis Roberts (KKR)	RJR Nabisco	Alimentación, tabaco	24,6	19,5	92,1%
1985	Kohlberg Kravis Roberts (KKR)	Beatrice Co.	Alimentación	5,4	10,7	14,9%
1986	Kohlberg Kravis Roberts (KKR)	Safeway Stores	Supermercados	4,2	18,4	43,8%
1987	AV Holdings	Borg-Warner	Productos manufacturados	3,8	20,4	30,7%
1987	Thompson	Southland Co.	Almacenes de alimentación	3,7	13,8	14,1%
1986	Kohlberg Kravis Roberts (KKR)	Owens-Illinois	Paquetería, servicios financieros, guarderías	3,6	19,6	36,0%
1988	TF Investments	Hospital Corp. Of America	Hospitales	3,6	ND	44,7%
1988	FH Acquisition	Forth Howard	Productos de papel	3,6	22,6	35,5%
1989	Wings Holdings	NWA Inc.	Aerolínea	3,5	18,5	12,6%
1985	Macy Acquiring	RH Macy	Almacenes	3,5	18,4	54,5%

Nota: "Los diez mayores LBO hasta 1998 (cifras en miles de millones de dólares) Fuente: Mergerstat Review, 1988."
Fuente: Mascareñas Pérez Íñigo J.; "Fusiones y adquisiciones de empresas"; tercera edición (2000); editorial Mc Graw-Hill/Interamericana de España S.A.U.; Madrid – España; pp 164.

Como puede observarse, la mayoría de las empresas *target* tienen como actividad la comercialización de bienes, sobre todo están relacionadas con la industria de la alimentación y muy pocas son de servicios, confirmando lo expuesto anteriormente. Muchas de ellas, poseen productos y clientes diversificados, activos físicos liquidables, como así también flujos de fondos elevados y estables.

Más adelante se expondrá en detalle el proceso de algunos de los LBO mencionados en la tabla.

Tipos de LBOs

En ocasiones el comprador que inicia el LBO suele estar formado por un grupo de inversores, que en algunos casos son los directivos de la compañía objetivo. Este tipo de LBO se denomina *management buyout (MBO)*. Cuando los que realizan la transacción son los mismos empleados de la empresa objetivo, el procedimiento recibe el nombre de *leveraged employee (LEBO)*.

Algunos de los motivos por los cuales existe la intención de vender una empresa a través de un MBO es por “el deseo del vendedor de premiar el comportamiento de un grupo de directivos ofreciéndoles la oportunidad de ser dueños del negocio que dirigen. La dificultad de encontrar un comprador para el negocio o porque el entusiasmo, la capacidad y la profesionalidad mostrada por los directivos de la compañía ofrecen más garantías de conseguir una rentabilidad que no se lograría de venderse a alguien ajeno a la misma.” (10).

Generalmente, en los procesos de MBO los directivos se unen con otros inversores, bancos de inversión, con el objetivo de reactivar a la compañía o de defenderse del ataque de una OPA (oferta pública de adquisición) hostil, posibilitando de esta manera que los directivos pasen de ser empleados a ser dueños de la empresa. Un MBO de tipo defensivo podrá llevarse a cabo exitosamente cuando la prima que se ofrece a los accionistas es atractiva para estos. Si el proceso no es exitoso, quiere decir que los

(10) Mascareñas Pérez Íñigo J.; "Fusiones y adquisiciones de empresas"; tercera edición (2000); editorial Mc Graw-Hill/Interamericana de España S.A.U.; Madrid – España; pp 187.

compradores originales realizaron una mejor oferta. En ambos casos, el resultado es que las acciones subirán de precio, por lo que los accionistas se verán beneficiados. Dicha prima por lo general alcanza un 30% del valor de las acciones. Uno de los criterios para realizar este proceso se debe a que existe una diferencia entre el valor de mercado de la empresa y su valor real que puede calcularse a través de la actualización de sus flujos de fondos esperados.

En Europa, según la Confederación Española de Organizaciones Empresariales existe otro tipo de LBO que se denomina *Buy-in* (MBI). En este caso quienes adquieren la compañía mediante apalancamiento son ejecutivos que no forman parte necesariamente del plantel de la empresa objetivo. El MBO es una clase dentro del MBI. Cabe aclarar que si bien estos ejecutivos no conocen demasiado a la empresa target, están altamente capacitados para llevar adelante con mayor eficiencia a la compañía que los ejecutivos actuales. Además otra de las ventajas respecto del MBO es que las entidades que otorgan la financiación conocen a este nuevo equipo de directivos, probablemente porque han realizado conjuntamente otro tipo operación similar. La desventaja en el MBI es que, tal como se mencionó anteriormente, los ejecutivos no conocen la situación real y el funcionamiento de la compañía.

Procedimiento del LBO

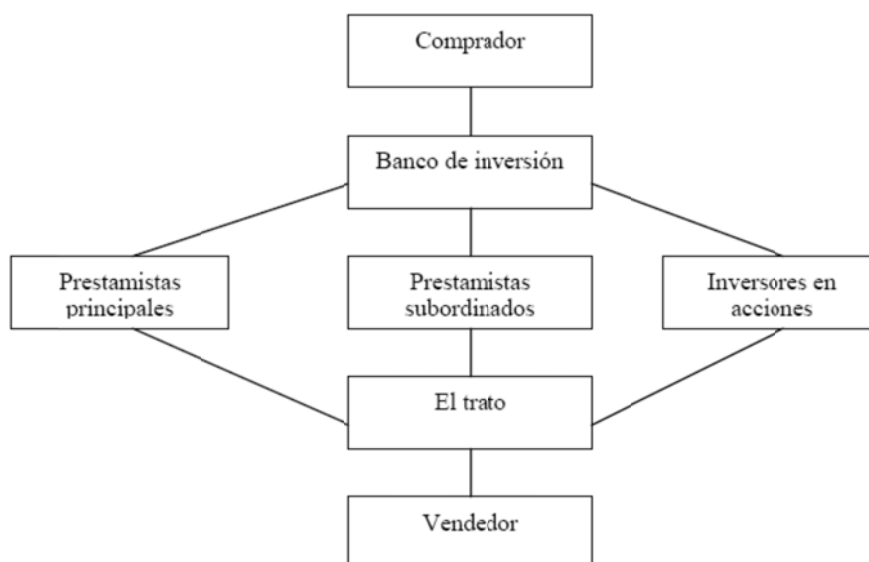
A continuación, se indican los posibles pasos a seguir cuando se realiza el procedimiento LBO según el autor Mascareñas Pérez Íñigo J.:

- Primero surge la decisión de vender la empresa objetivo o parte de ella.
- Los directivos toman la decisión de adquirir dicha empresa.
- Se realiza un análisis financiero de la empresa. El principal objetivo es definir si ésta tiene suficiente capacidad crediticia para soportar los niveles de deuda que permitan financiar su adquisición. En esta parte del proceso es conveniente calcular el valor de liquidación de los activos de la empresa para determinar que recibiría el prestamista en caso de liquidación de la misma, como así también, su valor de mercado y su valor según libros contables.
- Se acuerda el precio de compra, el cual debería ser superior al valor de liquidación, es decir, dicho precio debe incluir una buena prima sobre el valor de la empresa, debido a que en el momento de hacer la oferta pública de adquisición el precio de las acciones de la empresa objetivo subirá. Esta subida

se debe a que el mercado exige el pago de una cantidad adicional, por la pretensión de hacerse con el control de la sociedad. Por lo tanto, el valor de liquidación de la empresa representaría un tope de precio mínimo ya que de lo contrario los accionistas actuales preferirían liquidar y cerrar la empresa.

- Se determina la inversión que realizarán directamente los directivos. Lo que se busca con esto es que los directivos participen y se involucren en la administración de la empresa y de alguna manera protejan los intereses de los acreedores.
- Se constituye el grupo de prestamistas. Cabe aclarar que es conveniente que existan distintos tipos de prestamistas con el objeto de diversificar riesgos. Los fondos de inversión es una muestra de esta diversificación, ya que los integrantes de estos fondos son inversores que buscan participar en distintas compras apalancadas con el objeto de diversificar su cartera de activos.
- Se realiza un análisis de los flujos de fondos futuros. El objetivo de este análisis es determinar si existirán los fondos suficiente para el repago de la deuda.
- Se logra un acuerdo sobre la financiación.

Este es un esquema de las partes que intervienen en el procedimiento detallado anteriormente:



Nota: "Las partes intervinientes en un LBO" Fuente: Mascareñas Pérez Íñigo J.; "Fusiones y adquisiciones de empresas"; tercera edición (2000); editorial Mc Graw-Hill/Interamericana de España S.A.U.; Madrid – España; pp 166.

Consecuencias producidas por el LBO

Según Casillas T. y De Echagüe J. A., las consecuencias que se producen en las empresas adquiridas mediante LBO son las siguientes:

1. Alto nivel de endeudamiento, lo que genera un cambio en la estructura del pasivo de la empresa.
2. Incremento de los gastos financieros de la empresa.
3. Reestructuración del pasivo actual de la empresa, es decir, se renegocian los plazos, tipos de deuda, modificación de las garantías, etc.
4. Cambios en la estructura de activos de la Sociedad, en el caso que se decida vender activos no estratégicos para el repago de la deuda.
5. Modificación de la composición accionaria de la empresa. En muchos casos, los compradores de la empresa objetivo son los mismos Directores.

También para el autor Mascareñas Pérez Íñigo J., el proceso de LBO genera cambios en la estructura de la propiedad de la empresa. En primer lugar, los ejecutivos de niveles superiores se transforman en accionistas de la empresa. En segundo lugar, el especialista en LBO, es decir aquel que programa la operación, y los propietarios de la financiación se convierten en principales accionistas como así también en los principales acreedores de la Sociedad. En la empresa post LBO, el control está concentrado en el especialista en LBO y la gerencia pasa a ser responsable ante un grupo mayor de accionistas, entre los que se encuentran el grupo de inversión. El especialista puede influir en decisiones estratégicas de la empresa, como ser contratar o despedir ejecutivos de la empresa, vender activos de la misma, etc. “Cada uno de los tres tipos de accionistas en la empresa post LBO (expertos LBO, inversores institucionales y directivos) tienen un fuerte incentivo para conseguir aumentar el valor de la empresa desarrollando su ventaja competitiva. Su ganancia, es decir, el aumento del valor de la empresa, será materializada volviendo a colocar la empresa en la cotización bursátil mediante la venta de sus acciones a otros inversores.”. (11)

Es importante mencionar que luego de un LBO el equipo directivo centra su atención en identificar aquellos negocios por los cuales la empresa es competitiva y se deshace de aquellas que no lo son. Como resultado de esta última decisión se generan ingresos que permiten disminuir la amortización de la deuda.

(11) Mascareñas Pérez Íñigo J.; “Fusiones y adquisiciones de empresas”; tercera edición (2000); editorial Mc Graw-Hill/Interamericana de España S.A.U.; Madrid – España; pp 195.

También, es necesario que la empresa intente reducir los costos generales y mejorar los flujos de tesorería. Esto se logra mejorando los mecanismos de coordinación y comunicación, como así también aumentando la velocidad en toma de decisiones.

En función a lo mencionado precedente, los autores Lichtenberg F. R. y Siegel D. efectuaron un análisis respecto de la variación producida en la composición interna de los empleos luego de un LBO. Si bien, existe una opinión generalizada de que luego de un proceso de LBO se transfiere riqueza a los inversores provenientes de la regulación de empleo o de la reducción de los salarios de los empleados, existen evidencias empíricas que demuestran lo contrario. Estos autores, distinguen entre los empleados de producción y los supervisores. Con relación a ello, observaron una fuerte caída en el ratio supervisor/empleados de producción. Esto es así debido a que se busca motivar al empleado mediante incentivos salariales y no a través de supervisión directa. En consecuencia, el nivel salarial de los empleados de producción se incrementa.

Respecto de la influencia que genera un proceso de LBO sobre los accionistas, estos autores afirman que existe un notable crecimiento del valor de los títulos de los antiguos accionistas. Esa creación de valor tiene su origen en los cambios operativos producidos luego del procedimiento en cuestión, esto es así ya que se produce una mejora en la eficiencia que afecta a los beneficios de la empresa. Como por ejemplo, disminución de los fondos de rotación. Es decir, reducción en las existencias y cuentas a cobrar y aumento en las cuentas a pagar. Asimismo otra de las mejoras que se producen es la baja en los costos de agencia. Como por ejemplo, el problema que existe en algunas empresas de inversión subóptima de los recursos, es decir, utilización de los fondos disponibles en inversiones de poco rendimiento y por debajo de los costos de capital, cuando el volumen de estos fondos es elevado. En estos casos es importante motivar a los directivos para que distribuyan los fondos en exceso a los accionistas.

Con relación a las consecuencias producidas por el LBO sobre los directivos, estos autores plantean que “dada la gran magnitud de capitales ajenos, el reembolso del principal más el pago de los intereses debe ser la actividad central de los directivos, con el objeto de poder explotar al máximo el potencial de la empresa.” (12). Existe además un beneficio para los accionistas producido por la disminución en el impuesto a las ganancias por la deducción de los intereses de la deuda, la cual es importante en los dos

(12) Lichtenberg F. R. y Siegel D. “The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firms behavior” *Journal of Financial Economics* 24; (1990); pp 6.

primeros años y luego disminuye con la amortización del pasivo. Otra causa que explica la reducción en el impuesto a las ganancias es la producida por la revalorización de los activos de la empresa, hecho que aumenta los gastos de amortización deducibles del impuesto.

En resumen, luego de un LBO, se genera un fuerte incremento en la proporción de acciones poseídas por los directores, modificando la estructura de la propiedad y una reducción del costo de agencia al ser los directivos de la empresa quienes pasen a ser accionistas de la sociedad. La razón por la cual muchos directivos pasan a ser propietarios se debe a que estos poseen información privilegiada que les permite conocer la evolución futura de la empresa y el *cash flow* operativo de la misma.

Conflictos de intereses en el LBO

Como consecuencia de las diferencias generadas entre el valor de mercado de la empresa y su valor real mencionada anteriormente, se generan conflictos de intereses entre los accionistas y los directivos de la empresa. Esto se debe a que los directivos tienen como deber buscar el mejor precio para los accionistas pero como miembros integrantes del MBO se ven tentados a disminuir ese precio. “La imparcialidad del precio es particularmente sensible, puesto que el grupo inversor (gerentes, principales accionistas y otros inversores) puede aplicar innecesarias prácticas contables conservadoras así como controlar el flujo de información, lo que afectará negativamente al precio de mercado y, por lo tanto, harán que el precio ofertado sea menor. Este grupo también conoce mejor que nadie las verdaderas expectativas de beneficios de la empresa, es decir, el precio real de la misma, puesto que tiene acceso a toda la información privilegiada de la empresa. Y por si fuera poco, dicho grupo inversor puede elegir el momento más conveniente para lanzar su oferta de compra. De tal manera que si considera que el precio de mercado de las acciones de la empresa es bastante inferior al que podría ser obtenido apalancando o liquidando la compañía, entonces tendría sentido comprar la empresa.” (13)

Por lo tanto la meta de los directores es encontrar el precio con el que los accionistas aceptan su oferta de compra. Como solución a dicho conflicto, lo que propone el autor

(13) Confederación Española de Organizaciones Empresariales; “Gestión Económico – Financiera”; edición 1991; editorial Mundi - Prensa; Madrid – España; pp 281-282.

Mascareñas Pérez Íñigo J. es dejar sin efecto los votos de los proponentes del MBO para que no participen de la aprobación de este proceso y contratar a un asesor financiero independiente para que emita una opinión acerca de la transacción.

Otra forma de eliminar los conflictos de intereses que existen entre los directivos de la empresa y sus accionistas es a través de un plan de opciones sobre acciones para los directivos. Este plan “consiste en ir transfiriendo paquetes de acciones en poder de los prestamistas (accionistas) al equipo directivo a lo largo de la vida de la nueva empresa y siempre que éste vaya consiguiendo una serie de objetivos señalados por los prestamistas. Este plan se estructura de la siguiente manera:

1. Se basará en el equilibrio de los puntos de vista optimistas sobre el comportamiento futuro de la empresa por parte de los directivos en relación con los más realistas de los prestamistas.
2. La posibilidad por parte de los prestamistas de estructurar un programa de incentivos anuales que hagan que el equipo directivo persiga la consecución de una serie de objetivos en relación con los beneficios, flujos de caja libres, etc.
3. Un plan de incentivos no monetarios que preserve los flujos de caja, disminuya la deuda y proporcione deducciones fiscales cuando las opciones sean ejercidas.
4. La oportunidad de hacerse con un mayor control de la empresa por parte de los directivos sin un elevado coste.
5. La utilización de las esposas doradas, técnica consistente en reforzar la participación de la directiva y su continuidad en la empresa, a través del pago de una serie de dinero extra (las bonificaciones o bonus, por ejemplo).” (14)

Ventajas y desventajas del LBO

Según los autores Scharf C., Shea E. y Beck G. el proceso de LBO resulta una ventaja y oportunidad para aquellos vendedores-fundadores de la compañía objetivo que están próximos a retirarse. Esta clase de vendedores muchas veces prefieren vender su compañía a los directivos de la misma a cambio de dinero y tranquilidad. Para los compradores, este procedimiento de compra apalancada les permite obtener toda o parte de una compañía a la cual le podrán brindar todo su conocimiento, experiencia y habilidad para lograr un mejor rendimiento. Otro de los motivos por los cuales se realizan los LBO, según Mascareñas Pérez Íñigo J., obedece a “la necesidad de

(14) Mascareñas Pérez Íñigo J.; “Fusiones y adquisiciones de empresas”; tercera edición (2000); editorial Mc Graw-Hill/Interamericana de España S.A.U.; Madrid – España; pp 172.

incrementar el apalancamiento financiero de la empresa. Con ello se consigue, por un lado, el aumento de ahorros fiscales a través del aumento de los gastos financieros... Por otra parte, el LBO impulsará un aumento de la riqueza de la empresa al reducir los conflictos de intereses creados entre los directivos y los accionistas.”(15).

Según artículo publicado por los autores Kaplan S. N. y Strömberg P. denominado “*Leveraged buyouts and private equity*”, existen dos posturas diferentes acerca de la posibilidad de que el proceso de LBO cree o no ventajas para la empresa *target*. Los defensores de este procedimiento de compra apalancada argumentan que las firmas de capital privado (*private equity*) mejoran la capacidad financiera, la gobernabilidad y la ingeniería operativa de estas empresas, lo que se traduce en la creación de valor para la compañía. Esto puede explicarse en los incentivos que el *private equity* efectúa sobre el nivel gerencial de la empresa objetivo ya que en muchos casos pasan a formar parte del capital de la compañía. Además, el financiamiento de la compra apalancada crea una presión para los administradores que implica que estos no pueden malgastar los fondos de la empresa ya que deben hacer frente a la devolución del principal y los intereses de la deuda obtenida. Dicha obligación elimina el problema de *free cash flow* a partir del cual la gerencia se puede ver tentada en invertir el exceso de flujos de fondos en inversiones no rentables en lugar de devolver el dinero a los inversores. Con relación a la mejora que se produce en la gobernabilidad de la compañía, estos autores expresan que el *private equity* tiene una mayor participación en el gobierno de la empresa y la frecuencia de las reuniones de directores es mayor luego del proceso de LBO que cuando las empresas eran públicas.

Por el lado de los críticos de este tipo de procedimiento, existen dos visiones distintas. Algunos piensan que el *private equity* lo que busca con el LBO es aprovecharse de los beneficios fiscales pero que este no aumenta el valor de la empresa. Otros sostienen que los procedimientos de LBO están influenciados por la posibilidad de obtener beneficios en la sincronización de los mercados de deuda y de renta variable. Esto ocurre cuando el *private equity* obtiene beneficios mediante la aplicación de arbitraje cuando el costo de la deuda es menor al costo del *equity*.

Muchos de estos críticos argumentan que en las compras apalancadas que se realizan mediante *private equity* los inversores se benefician a costa de los empleos y salarios de los trabajadores. Sin embargo, según estudios realizados, el nivel de empleo de

(15) Mascareñas Pérez Íñigo J.; “Fusiones y adquisiciones de empresas”; tercera edición (2000); editorial Mc Graw-Hill/Interamericana de España S.A.U.; Madrid – España; pp 165.

empresas *post buyout* se incrementa en una proporción menor a otras industrias del mismo sector.

Según estos autores, los intereses de la deuda obtenida por la compra apalancada generan un beneficio de deducción fiscal que es difícil de valorar. Dicho beneficio puede estar entre un 4 y un 40 % del valor de la empresa. La evidencia empírica demuestra que los LBOs a través de *private equity* crean valor. Esto es así debido a que los *private equity* compran empresas mediante el pago de una prima a los accionistas. En el caso de la compra de RJR Nabisco, el *private equity* (KKR) pagó una prima de aproximadamente 10 millones de dólares a los accionistas de RJR Nabisco.

Respecto a este tema el autor Van Thienen P., en el paper “Compra apalancada de acciones: Marofa no es un LBO” expresa que “este proceso de creación de valor, tiene que ver, entre otras cuestiones con la reducción de los costes de agencia por medio de un control activo y cercano de los administradores por parte de los inversores de Private Equity. Asimismo, tales fondos -Private Equity en general o Leveraged Buyout Funds en particular también suelen incorporar valor por medio de la transferencia de conocimiento especializado con respecto al negocio, inversiones, alternativas de financiamiento y suelen asesorar a los administradores acerca de cómo optimizar la estructura de capital de la empresa e incrementar la eficiencia operativa. Por supuesto que, al igual que las dos caras de una misma moneda, el LBO encierra algunos riesgos para la *Target* vinculados al esfuerzo que significará para esta última saldar la adeuda asumida por la adquirente para su propia adquisición. Tales riesgos refieren fundamentalmente con el hecho de quedar comprometido el cash flow (y sus índices de solvencia) debido a la necesidad de pagar el endeudamiento”. (16)

El LBO en el exterior

En un primero momento, de acuerdo al artículo 23 de la segunda Directiva 77/91/CEE del 13 de diciembre de 1976, se prohibía expresamente la asistencia financiera para la adquisición de acciones propias a los Estados miembros de la Unión Europea. El cual establecía lo siguiente: “Una sociedad no podrá adelantar fondos, ni conceder préstamos, ni dar garantías para la adquisición de sus acciones por un tercero”.

(16) Van Thienen P., Di Chiazza I., Paolini de Vidal P. y La Vista M.; “Compra apalancada de acciones: Marofa no es un LBO”; año 2008; CEDEF Law & Finance; pp 11.

En el paper “Compra apalancada de acciones: Marofa no es un LBO” el Director Van Thienen P., hace un análisis de este artículo y menciona que “Esta es la norma que ha motivado a los Estados miembros a incorporar artículos en sus respectivas leyes que, en mayor o menor medida, reproducen lo dispuesto por la normativa comunitaria. Así, a modo de ejemplo cabe señalar el caso de Italia con el artículo 2358 del Código Civil; de Francia con la norma del art. L225-216 del Código de Comercio (conforme ley 2001-152 del 19 de febrero de 2001), de España con los arts. 81 de la Ley de Sociedades Anónimas y 40.5 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada o de Portugal con el artículo 322 de su Código de las Sociedades Comerciales, todos los cuales -más allá de alguna diferencia menor- prohíben dar préstamos o garantías para la compra de las propias acciones.” (17).

Más tarde, el 6 de septiembre de 2006, aparece una nueva norma N° 2006/68/CE que modificó dicho artículo y se estableció que las operaciones enunciadas anteriormente solo podrían realizarse en base a ciertas condiciones, las cuales se transcriben a continuación. “Las transacciones deberán tener lugar bajo la responsabilidad del órgano de administración o de dirección en condiciones de mercado justas, especialmente respecto del interés y de las garantías que la sociedad recibe por los préstamos y anticipos... La situación crediticia del tercero o, en caso de transacciones multipartitas, de cada una de las contrapartes deberá haberse investigado debidamente.

El órgano de administración o de dirección deberá presentar las transacciones, para su aprobación previa, a la junta general que actuará de conformidad con las normas de quórum y de mayoría establecidas en el artículo 40. El órgano de administración o de dirección deberá presentar a la junta general un informe escrito indicando los motivos de la operación, el interés que presenta para la sociedad, las condiciones en las que se interviene, los riesgos que presenta para la liquidez y la solvencia de la sociedad y el precio al que el tercero va a adquirir las acciones. Esta declaración se presentará al registro para su publicación de conformidad con el artículo 3 de la Directiva 68/151/CEE.

La asistencia financiera total concedida a terceros no podrá en ningún momento tener por efecto la reducción del activo neto por debajo del importe especificado en el artículo 15, apartado 1, letras a) y b), teniendo en cuenta también cualquier reducción del activo

(17) Van Thienen P., Di Chiazza I., Paolini de Vidal P. y La Vista M.; “Compra apalancada de acciones: Marofa no es un LBO”; año 2008; CEDEF Law & Finance; pp 16.

neto que haya podido producir la adquisición, por la sociedad o en nombre de ella, de acciones propias, con arreglo al artículo 19, apartado 1. La sociedad incluirá en el pasivo del balance una reserva, que no podrá ser distribuida, equivalente al importe de la asistencia financiera total.

Cuando un tercero adquiera acciones propias de una sociedad en el sentido del artículo 19, apartado 1, o suscriba acciones emitidas en el curso de una ampliación del capital suscrito mediante la asistencia financiera de dicha sociedad, la adquisición o suscripción deberá hacerse a un precio justo”. (18)

En resumen, la Directiva dispone que los Estados miembros que permitan que las sociedades anónimas otorguen asistencia financiera para la adquisición de sus acciones por terceros, siempre con el límite del importe de sus reservas distribuibles, deberán hacerlo bajo las siguientes condiciones: que las transacciones se realicen en condiciones justas de mercado; aprobación por la junta general con quórum y mayoría reforzados; que el órgano de administración presente a la junta general un informe justificativo de la operación, la cual debe publicarse; que la asistencia financiera no tenga por efecto la reducción del activo neto por debajo de los límites establece la Directiva; y la creación de una reserva, que no podrá ser distribuida, equivalente al importe de la asistencia financiera total.

Dichas normas sobre asistencia financiera buscan proteger los derechos de los acreedores de la *target* y de sus futuros acreedores, y también los derechos de los accionistas minoritarios de alguna forma de expropiación.

Según el autor Van Thienen P., en función a las modificaciones de esta norma se produce un cambio en la perspectiva del LBO a partir de la cual se centra la atención en el régimen de responsabilidad del *management*. En función a ello, destaca el capítulo de Interés contrario el cual expresa lo siguiente: “En los casos en los que algún miembro del órgano de administración o de dirección de la sociedad parte de una transacción contemplada en el artículo 23, apartado 1, o del órgano de administración o de dirección de una empresa matriz en el sentido del artículo 1 de la Directiva 83/349/CEE del Consejo, de 13 de junio de 1983, relativa las cuentas consolidadas, o esta empresa matriz misma, o particulares actuando en su propio nombre pero por cuenta de estos miembros o esta empresa, sean parte de esa transacción, los Estados miembros

(18) “Directiva 2006/68/CE del Parlamento Europeo y del Consejo”; 06/09/2006; Diario Oficial de la Unión Europea; L 264/35.

garantizarán, mediante las medidas de salvaguardia adecuadas, que esta operación no será contraria a los intereses de la sociedad.” De esta manera, el autor confirma que la asistencia financiera es lícita siempre y cuando no cause daño al interés social cuando una de las partes de la transacción califica como parte relacionada.

A continuación se exponen con detalle algunos de los casos más conocidos ocurridos principalmente en América.

Caso RJR Nabisco

“RJR Nabisco, la gran compañía de tabaco y otros productos, con marcas que iban desde cigarrillos Camel hasta galletas Oreo, se puso en juego en 1988, cuando el ostentoso presidente F. Ross Johnson comenzó una oferta de compra apalancada por 75 dólares la acción. KKR ofreció 90.”(19)

En el año 1988 los directivos de RJR Nabisco, una de las principales empresas tabaqueras y especializada en productos alimenticios, decidió efectuar un MBO con el objetivo de adquirir la empresa a un precio de 1.700 millones de dólares (U\$S 75 por acción) y defenderse de la amenaza del grupo inversor Kohlberg, Kravis, Roberts (KKR). “El precio de las acciones de RJR se movió inmediatamente a unos U\$S 75, teniendo los accionistas una ganancia del 36 por ciento en un día sobre el precio del día anterior de U\$S 56. Al mismo tiempo las obligaciones de RJR cayeron, puesto que estaba claro que los obligacionistas actuales tendrían pronto mucha más compañía.”(20) Ante esta propuesta, KKR lanzó una OPA sobre RJR por la suma de 2.300 millones de dólares (U\$S 90 por acción), bajo el modelo de LBO. El presidente de Nabisco rechaza la oferta argumentando que no era conveniente para los empleados, accionistas y sus clientes y mejora el precio del MBO a U\$S 92 por acción.

Luego, aparece un grupo inversor compuesto por First Boston y la familia Pritzker de Chicago que lanza un OPA por la suma de 23.000 millones de dólares (U\$S 104 por acción) con la posibilidad de ampliarla.

Finalmente, KKR aumentó su oferta a U\$S 109 por acción (24.800 millones de dólares, de los cuales la cuarta parte se financió a través de bonos basura) que se repartió de la

(19) Gross Daniel y los editores de la revista Forbes; “Historias de Forbes. 15 relatos de empresarios que cambiaron la manera como vivimos y hacemos negocios hoy.”; segunda edición (1997); editorial Norma S.A.; Bogotá – Colombia; pp 335.

(20) Brealey R. A., Myers S. C.; “Fundamentos de Financiación Empresarial”; cuarta edición 1993; editorial McGraw – Hill/ Interamericana de España S.A.; Madrid – España; pp 1025.

siguiente forma: U\$S 81 en efectivo, U\$S 18 en acciones y U\$S 10 en otros títulos. En diciembre de 1988 KKR se convirtió en la controladora de RJR Nabisco pagando una prima superior al 82 %.

“KKR y los otros oferentes estaban apostando por dos cosas. Primero, esperaban generar miles de millones de tesorería adicional a partir del ahorro impositivo por intereses, la reducción de los gastos de capital, y las ventas de activos no estrictamente necesarios para el negocio central de RJR. Las ventas de activos solamente, se esperaba generaran 5 mil millones de dólares. Segundo, esperaban hacer el negocio central más rentable, principalmente recortando gastos y burocracia. Aparentemente había donde cortar en abundancia, incluida la Fuerza Aérea que en su momento incluía 10 jets de la empresa.” (21).

Tal como se esperaba los beneficios operativos de RJR aumentaron, pero para el año 1990 comenzó a haber confusión y los bonos basura comenzaron a disminuir rápidamente, los intereses futuros aumentaron y los términos de refinanciación pasaron a ser más estrictos. Para RJR, el mayor LBO en el mundo, la deuda elevada fue una virtud temporal y no permanente.

Caso Beatrice Company

En el año 1898, George E. Haskell y William W. Bosworth, fundadores de Haskell y Bosworth, empresa norteamericana dedicada principalmente a la venta y distribución de aves de corral, huevos, mantequilla y sus derivados, incorporaron a The Beatrice Creamery Company.

Más tarde, en 1930, según artículo publicado por el autor Baker G. en The Journal of Finance, Beatrice continuó expandiéndose geográficamente a través de adquisiciones de empresas pequeñas que le permitieron aumentar su cuota de mercado.

En 1946, la empresa modificó su nombre a Beatrice Foods Company para reflejar el cambio de su actividad de alimentos lácteos a principalmente productos comestibles. Este cambio se produjo a partir de la adquisición de la empresa Choy Food, especialista en producir comida china.

(21) Brealey R. A., Myers S. C.; “Fundamentos de Financiación Empresarial”; cuarta edición 1993; editorial McGraw – Hill/ Interamericana de España S.A.; Madrid – España; pp 1026.

En 1961 la empresa se expandió en el extranjero, con la construcción de una planta de leche condensada en Malasia, y en 1962 compró Cie Lacsoons S. A., en el mercado belga. Beatrice comenzó a diversificar su producción cuando adquirió Bloomfield Industries, un fabricante de equipos de servicio de alimentos para restaurantes y hoteles y más tarde a Stahi Finish and Polyvinyl Chemicals, fabricante de polímeros, materia prima para abrillantadores, madera y revestimiento metálico. A partir de estas adquisiciones Beatrice continuó comprando industrias dedicadas a producir productos diversificados e independientes.

Beatrice pasó ser un conglomerado multinacional, con divisiones en 27 países y con industrias de diferentes categorías. Sus ventas crecieron de U\$S 235 millones en 1952 a U\$S 5.6 mil millones en 1976.

En 1982, el CEO de Beatrice anunció que iba a efectuar una reorganización de los negocios de la empresa en segmentos. La dirección cambió la política de diversificación por un compromiso total a la comercialización a través de campañas de marketing. Con estas modificaciones los resultados financieros comenzaron a decaer.

De acuerdo a la historia publicada en la página de la empresa www.beatriceco.com “no fue sino hasta 1983 que el entonces director ejecutivo Beatrice Companies, Inc. James L. Dutt decidió que Beatrice necesitaba una identidad unificada por lo que contrató a Lipson Alport Glass & Associates para diseñar una identidad completamente nueva para la nueva Beatrice. Beatrice Foods Company, que cambió su carta corporativa para convertirse en Beatrice Companies, Inc. en 1984, para reflejar el propósito general de Beatrice de ser algo más que una empresa de alimentos”. (22)

Sin embargo, durante el período de 1979 – 1981 la empresa comenzó a perder valor en el mercado debido al mal desempeño operativo y a la pérdida de confianza de los inversores en la empresa y en la capacidad de los directivos en implementar nuevas estrategias.

De acuerdo a lo publicado por el autor Gazel N. en su libro “Beatrice: from buildup through breakup”, en octubre de 1985, comenzó a existir un rumor en Wall Street acerca de la posibilidad de que Kohlberg, Kravis & Roberts Company (KKR) comprara Beatrice a través de un LBO. Esto hizo que las acciones de la empresa pasaran a U\$S 41

(22) <http://www.beatriceco.com/bti/porticus/beatrice/beatrice.htm>

por acción. Días después, KKR ofrecía al Directorio de Beatrice una oferta por U\$S 45 por acción a través de un LBO. Después de varias negociaciones con los Directivos de la empresa, finalmente KKR ofrece U\$S 50 por acción, U\$S 43 en efectivo y U\$S 7 en acciones preferidas la cual fue aceptada. El precio incluía una prima del 53% y representó una ganancia de un billón de dólares para los accionistas.

Luego del LBO la estructura de capital de la empresa quedó conformada de la siguiente forma: 84,1 % de deuda, 10,8 % acciones preferidas y 5,1% acciones ordinarias. En el prospecto presentado por KKR, se estimó la venta de U\$S 1.5 millones en activos para poder cumplir con el pago de los dos primeros vencimientos de intereses de la deuda y los siguientes vencimientos se cumplirían con el flujo de caja de las operaciones de la empresa.

Después de que se aprobara el LBO comenzó un proceso de desinversión a gran escala de Beatrice que generó ingresos por U\$S 3.5 mil millones. Con ello se pudo saldar prácticamente toda la deuda bancaria en el primer año. A fines de 1987 las ganancias por desinversión de la empresa alcanzaron a U\$S 6.55 billones. La mayoría de las empresas que conformaban el grupo Beatrice fueron vendidas a los propios directivos y otras al público en general. Finalmente en 1990, lo que quedaba de Beatrice Company fue vendido a ConAgra por U\$S 1.34 mil millones con la asunción de deudas y otros pasivos.

El valor de mercado de la empresa luego del LBO para todos los inversores se incrementó en U\$S 2.2 billones.

Caso Revco D. S. Inc.

En 1956 en Detroit (Estados Unidos) se fundó Revco (Regal Vitamin Company), una cadena de farmacias con venta al público de productos farmacéuticos, vitaminas y artículos diversos.

Antes del LBO, Revco era una de las cadenas farmacéutica con mejores descuentos en el país. Contaba con 2.200 negocios y más de 2.2 mil millones de dólares en ventas.

Según la autora Tichi C. en el paper “Case Studies of Leveraged Buyouts”, el 29 de diciembre de 1986 esta empresa fue adquirida por U\$S 1.45 billones a través de un LBO organizado por un grupo de inversores que incluía a directivos de la empresa e

inversores privados. A partir de esta transacción la empresa pasó de tener un pasivo de U\$S 309 millones a U\$S 1.3 billones post LBO.

Los inversores que adquirieron Revco estaban compuesto principalmente por tres grupos: a) directivos, entre los cuales se encontraban el CEO Sidney Dworkin y el Presidente William Edwards; b) Transcontinental Services Group N.V. (empresa holandesa de inversión) y; c) Golenberg & Co (grupo inversor de Ohio – Estados Unidos). El grupo inversor formado por los directivos crearon Anac Holding Corporation, empresa a través de la cual se adquirió Revco.

Como gran parte de los compradores estaba conformado por directivos este proceso también podría encuadrar dentro de un MBO.

Una de las razones por la cual los directivos formaron parte de este proceso fue por miedo a que la empresa fuera tomada de forma hostil ante la disminución del precio de sus acciones.

El precio de las acciones de Revco en el trimestre inmediato anterior a la venta oscilo entre U\$S 23,13 y U\$S 29,50 por acción. El precio final de venta fue de U\$S 38,50 por acción lo que significó una prima del 36 % para los accionistas anteriores.

El financiamiento de la compra fue a través de deuda senior, deuda subordinada y equity. La deuda senior fue otorgada por un sindicato conformado por 11 bancos y fue garantizada con los activos de la empresa *target*. La deuda subordinada estuvo representada por obligaciones sin garantía ofrecidas al público por Salomon Brothers. Respecto del equity, este estaba compuesto por acciones ordinarias y preferidas que fueron adquiridas por el grupo inversor y Salomon Brothers. Es así que el 80 % del precio de venta estaba conformado por deuda, el 19 % por equity y el 1 % restante por efectivo de Revco.

Luego del LBO, la situación de la empresa cambió drásticamente.

Tal como se mencionó anteriormente, Revco cuadruplicó su pasivo hasta alcanzar los 1.3 billones de dólares. El monto en acciones ordinarias pasó de U\$S 393 millones a U\$S 20 millones al final del año 1987. Dicho déficit se debió a las pérdidas netas y el pago de dividendos de las obligaciones para esa fecha.

A pesar de que las proyecciones de los directivos respecto del cash flow de Revco eran positivas, luego del LBO comenzaron a decaer. Esta situación se debió al aumento del costo de los intereses y a la disminución de las ganancias en las operaciones de la empresa.

Durante el año 1988, ante los problemas financieros mencionados, los proveedores comenzaron a perder confianza en la empresa y dejaron de otorgar crédito. Esto generó un problema de inventario e implicó problemas de reposición de stock y desconfianza por parte de los clientes.

Asimismo en dicho período, el directorio dispuso un programa de desinversión y reducción de gastos de capital de la empresa para poder cumplir con el pago parcial de la deuda senior. Para ello, se vendieron 100 negocios y casi la totalidad de las subsidiarias mayoristas de la compañía. La venta de estas subsidiarias implicó el despido de alrededor de 2.000 empleados. Al final de la venta de los activos previsto se obtuvieron U\$S 231 millones, los cuales resultaron insuficientes para cumplir con los términos de la deuda acordada.

Otro medio de hacerse de fondos fue a través de la venta de parte del inventario de la empresa, aquel que no resultaba necesario para el normal funcionamiento de la misma, tales como televisores, microondas, videocaseteras, muebles, etc.

Es importante mencionar que respecto de las obligaciones emitidas por Revco, estas comenzaron a perder valor luego del LBO. Según Moody's pasaron de tener una clasificación de A3 a B1. Esto generó un aumento de riesgo e inseguridad para los inversores ante la posibilidad de cobro de los intereses y el principal.

Esta combinación de eventos hizo que en julio de 1988 Revco solicitara la protección otorgada por el *Chapter 11* de la Ley de Quiebras de Estados Unidos. Este capítulo le permite a las empresas con problemas financieros reorganizarse bajo la regulación de esta Ley ante la imposibilidad de cumplir con sus obligaciones. Gracias a esta protección Revco pudo aplazar el desembolso de U\$S 309.9 millones en cash flow. Sus bonos pasaron a tener una calificación Ca y el ratio deuda/ equity de la empresa luego del LBO pasó de 1.6 a 5.7 puntos.

Tratamiento del LBO en Argentina

En nuestro país este método de compra apalancada surgió luego de que las grandes empresas estadounidenses emprendieran un plan de acción, a través de presiones sobre representantes políticos, para que desapareciera el uso de los mencionados bonos basura con los cuales los llamados “*corporate raiders*” (cazadores de empresas) tomaban el control de compañías americanas tradicionales. Es así, como “... el 6 de diciembre de 1985 la Reserva Federal prohibió el uso de bonos basura para financiar operaciones de adquisición de empresas. A fines de ese mismo año habían sido propuestas en el Congreso estadounidense más de treinta y una reformas legislativas para limitar las operaciones de absorciones de empresas. En 1987, treinta y siete estados habían aprobado leyes que restringían ese tipo de operaciones.” (23). De este modo, el auge de tomas de empresas que financiaban los bancos de inversión norteamericanos se trasladó en la década del '90 a los mercados emergentes, Asia y América latina.

Para el autor Anderson E. en el paper “Leveraged Buy Out y su problemática a la luz del derecho argentino” en Argentina el LBO que más se utiliza es el denominado *Merger Leveraged Buy Out* comentado al comienzo de este trabajo. En primer lugar, existe una sociedad vehículo que es aquella que pretende adquirir la sociedad objetivo y no posee el capital suficiente para hacerlo pero si el capital exigido por la Ley de Sociedad Comerciales (LSC). Ante dicho escenario, la sociedad vehículo obtiene un préstamo denominado “Puente” cuya garantía es brindada por los socios. Las partes (sociedad vehículo, sus socios y prestamistas) acuerdan la prenda sobre las participaciones en la sociedad vehículo, la prenda sobre las acciones con las que se adquiere el control de la sociedad *target* y la obligación para la sociedad vehículo de que la devolución también esté asegurada con garantía real sobre los activos de la sociedad *target*. Es condición esencial del préstamo que los fondos se utilicen para comprar esta última sociedad.

Posteriormente, la sociedad vehículo toma el control de la administración de la sociedad *target* designando nuevos administradores.

Luego, una vez obtenido el control total de la empresa, comienza el proceso de devolución del préstamo. Para ello, las sociedades *target* y vehículo celebran un

(23) Naishtat S. y Maas P.; “El cazador, la historia secreta de los negocios de Juan Navarro y el Grupo Exxel”; primera edición 2000; editorial Planeta; Buenos Aires – Argentina; pp 84.

compromiso previo de fusión, previsto en el artículo 83 de la LSC, a partir del cual se acuerda que la sociedad objetivo sea absorbida por la sociedad vehículo o al revés. Posteriormente, por decisión de asamblea, se resuelve la absorción de la sociedad objetivo y su posterior inscripción en el Registro Público de Comercio.

A partir de ese momento los activos y flujos de fondos de la *target* se utilizan para responder al préstamo “Puente”.

Uno de los objetivos de la mencionada fusión es afectar los bienes de la sociedad *target* al pago de la deuda tomada por la sociedad vehículo, trasladando de esta forma el peso sobre la sociedad *target* o sobre la nueva sociedad producto de la fusión, sin que exista contraprestación alguna por el costo de la deuda. Además, a través de esta fusión la sociedad *target* puede aprovechar los ahorros fiscales que generan los intereses de la deuda asumida por la sociedad vehículo, ya que de lo contrario esta última expondría un quebranto fiscal. Es importante aclarar, que resulta necesario efectuar un análisis detallado sobre el grado de deducción de dichos intereses para poder verificar que no se estén sobrepasando los límites establecidos por nuestra legislación respecto de las reglas de subcapitalización. La ley de impuesto a las ganancias en su artículo 81 inciso a) fija dos reglas que deben constatarse conjuntamente para que opere la restricción a la deducibilidad de los intereses, una que relaciona pasivo financiero con patrimonio neto y la otra, intereses financieros devengados con ganancias impositivas. Es suficiente que uno de los topes no se verifique, para admitir la deducción de los intereses sin limitaciones.

Antes de analizar la legalidad de este proceso de acuerdo al derecho argentino, cabe aclarar que no existe dentro de nuestro ordenamiento jurídico ninguna norma que prohíba o reglamente este tipo de operación.

Bajo nuestra legislación existen varios interrogantes, como por ejemplo, desde el punto de vista de los accionistas minoritarios, suponiendo que se opongan a la fusión por entender que no otorga un beneficio para la sociedad *target*, si bien tendrían el derecho de rescindir, ello no implica que la decisión asamblearia de fusionar la sociedad sea legítima. Según el artículo 245 de la LSC, sólo en el caso de fusión directa, dado que si es inversa la ley lo excluye expresamente, los accionistas disconformes pueden separarse de la sociedad con reembolso del valor de sus acciones. El problema termina

siendo si al accionista minoritario, sólo le cabe el derecho de receso o puede impugnar de nulidad la decisión asamblearia en los términos del artículo 251 de la LSC, el cual establece que toda resolución de la asamblea adoptada en violación de la ley, el estatuto o el reglamento, puede ser impugnada de nulidad por los accionistas que no hubieren votado favorablemente en la respectiva decisión y por los ausentes que acrediten la calidad de accionistas a la fecha de la decisión impugnada.

Respecto de los acreedores, estos poseen el derecho de oposición según el artículo 83 de la LSC, con lo cual tienen 15 días desde la última publicación del aviso de fusión para oponerse a la misma. Esto no impide que el procedimiento de fusión continúe su curso de acción. Sin embargo, el acuerdo definitivo de fusión no podrá ser firmado hasta 20 días después del plazo de oposición.

Tanto accionistas minoritarios como acreedores, podrían actuar contra este proceso a través de la revocación ordinaria de los artículos 961 a 972 del CC que regulan el fraude en los actos jurídicos. Esto sería factible sólo mientras la fusión no esté inscripta en el Registro Público de Comercio. Para los acreedores el problema es mayor cuando la sociedad *target* fusionada entra en estado de insolvencia como consecuencia del préstamo puente. Dicha deuda se hace pública y conocida por los acreedores con el cumplimiento del artículo 83 de la LSC y podría ser objeto de insinuación en el concurso o quiebra de la fusionada a través de la solicitud de impugnación por parte de los acreedores y el Síndico concursal según el procedimiento establecido por los artículos 34 y 35 de la Ley 24.522 de Concurso y Quiebras (LCQ). Ahora en caso de quiebra, el LBO podría dar lugar a la ejecución de acciones de responsabilidad contra socios, administradores, síndicos y prestamistas que lo hicieron posible, como así también la extensión de quiebra para quienes controlando a la sociedad desviaron su interés social en su propio beneficio y perjuicio de los acreedores tal como lo establecen los artículos 161 y 173 de la LCQ.

Una de las razones por la cual se sostiene la ilicitud del LBO en la Argentina está relacionada con el objeto e interés societario. Para determinar si una decisión asamblearia está dentro de los parámetros del interés social, la misma debe ser resuelta teniendo en cuenta el objeto de la misma. De ser así, la resolución es lícita. De lo contrario, se considerará abuso de la mayoría según el artículo 1071 del Código Civil

(CC). En cuyo caso la decisión puede ser anulada según los términos del artículo 251 de la LSC.

Cabe aclarar, que existe una diferencia entre lo que es control y grupo de control. El primero se relaciona con el poder y el segundo con una unidad de acción. Los casos de LBO que han ocurrido en nuestra jurisprudencia muestran que este proceso no surgió con el objeto de una unidad de acción de un grupo de control sino, por fondos de inversión que utilizaron la adquisición como medio para obtener ganancias financieras a corto o mediano plazo.

Asimismo, la LSC en su primer artículo expresa que existirá una sociedad comercial cuando dos o más personas realicen aportes para la producción de bienes o servicios y a partir de lo cual estos individuos serán partícipes de las ganancias o pérdidas producidas. En función a esto, como en el caso del LBO la sociedad *target* está asumiendo una deuda ajena, sin contraprestación alguna, no podría representar jamás el objeto de la sociedad comercial ya que tal objeto sería nulo y la sociedad carecería de un requisito esencial tipificante convirtiendo en anulable al propio contrato social según el artículo 17 LSC.

Otra de las posibles causas que indicarían la ilegalidad del proceso de LBO en nuestro país está relacionada con el artículo 220 de la LSC. Dicho artículo establece bajo que condiciones una sociedad podría adquirir sus propias acciones. Es por ello que existe la sociedad vehículo en este proceso de adquisición. Su único objetivo es adquirir las acciones de la *target* para luego su posterior fusión por incorporación. Sin embargo, de este modo se estaría violando el artículo 54 de la LSC en cuyo segundo párrafo establece que “El socio o controlante que aplicará los fondos o efectos de la sociedad a uso o negocio de cuenta propia o de tercero está obligado a traer a la sociedad las ganancias resultantes siendo las pérdidas de su cuenta exclusiva”.

Asimismo, en un artículo publicado por la autora Piaggi A., titular de la cátedra de derecho comercial de la Universidad de Buenos Aires, denominado “Giraudi, Pascual c/Marofa SA y otros”, expone que “si bien la figura no se encuentra legislada en nuestro derecho, puede decirse que existen básicamente dos criterios en torno de la legitimidad de este instrumento, puntos de vista que si bien inicialmente aparecen como divergentes y hasta casi opuestos, en el fondo no están tan distanciados en sus posiciones” (24). Uno

(24) Piaggi A.; “El Giraudi, Pascual c/Marofa SA y otros”; cátedra de derecho comercial de la Universidad de Buenos Aires; catedra-piaggi.com.ar/juris/giraudi.doc; 2011; pp 11.

de estos puntos de vista es el que encuentra cuestionable ciertos aspectos del proceso de LBO. La autora que se destaca en este grupo de críticos es Patricia Ferrer, quien establece que la deuda que surge de la compra apalancada resulta objetable en caso de concurso de la sociedad *target*. Además de las razones mencionadas precedentemente acerca de la ilicitud del proceso en cuestión, esta autora plantea “dudoso que la sociedad tenga capacidad para asumir las obligaciones de garantía pactadas, ya que no resulta claramente comprendido en el objeto social de una entidad el acto de otorgamiento de garantías para la adquisición de las propias acciones. Aún cuando el afianzamiento de las obligaciones estuviera comprendido dentro del objeto denunciado en el estatuto social, el tercero contratante no debería poder ignorar que esta forma de garantía no importa una actividad propia de la sociedad tendiente a la obtención de ganancias en beneficio de la totalidad de los socios, lo que conduce a que la operación no encierre otra cosa que un desvío del interés social en beneficio del socio controlante susceptible de ser invalidado en el proceso concursal de la sociedad en caso de que el acto jurídico respectivo hubiese sido otorgado dentro del período de sospecha (art. 118, LCQ).” (24).

Por otro lado, aquellos que defienden la licitud del proceso están representados “por el pensamiento de Di Chiazza, quien sostiene que los LBO no son *per se* ni lícitos ni ilícitos en nuestro derecho, lo que no significa que una operación de ese tipo no pueda perjudicar a los acreedores más vulnerable so, incluso, a los accionistas minoritarios, pero siempre sería menester estudiar cada caso concreto para determinar en virtud de las propias circunstancias del caso si concurre un supuesto de ilicitud. Para dicho autor la operación denominada LBO es solamente “un mecanismo estratégico de reorganización empresarial que -como tal- puede ser utilizado de buena fe o con fines fraudulentos, al igual que cualquier otra figura” o “una herramienta que -en cuanto tal- carece de un valor en sí misma, ya que éste le será asignado por el modo en que sea utilizada en cada caso y conforme determinados objetivos concretos”. En el mismo sentido señala el autor mencionado que este tipo de operatoria es sólo un instrumento que puede ser utilizado para un legítimo interés empresario o para perjudicar a terceros, pero que en modo alguno es ilícito en sí mismo sino, en todo caso, lo será por los eventuales perjuicios que pudiere ocasionar en un caso concreto”. (24).

(24) Piaggi A.; “El Giraudi, Pascual c/Marofa SA y otros”; cátedra de derecho comercial de la Universidad de Buenos Aires; catedra-piaggi.com.ar/juris/giraudi.doc; 2011; pp 11.

Algunos casos ocurridos en nuestro país

Según artículo publicado por Della Picca P. H. denominado “La compra apalancada de empresas (leveraged buy out). Sus implicancias pasadas, presentes y futuras”, tanto en Argentina como en el resto de los países en donde el LBO tuvo oportunidad de presentarse, la jurisprudencia, la doctrina y en ocasiones la legislación han adoptado una posición frente a su esencia y consecuencias que no son unánimes o coincidentes.

En nuestro país uno de los primeros casos que se presentó de LBO fue en el año 1991 con la empresa **Pesquera San Andrés S.A.** en donde la Sala A de la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, declaró que “la asunción por la concursada de deudas de otras sociedades era un acto netamente ajeno a su objeto social y por ende inoponible a la masa de acreedores (art. 58 de la Ley 19.550)”.

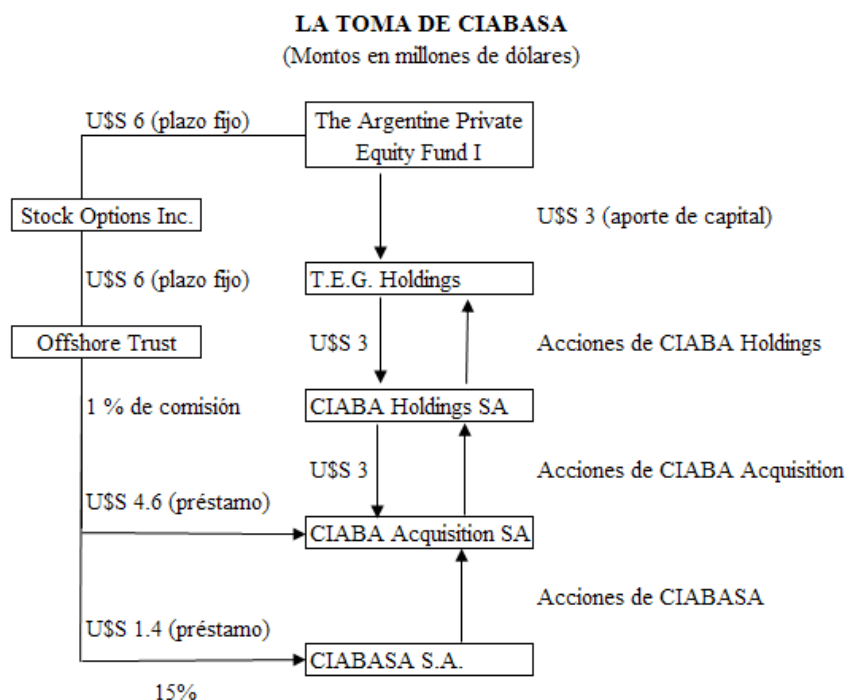
En enero de 1993, el Grupo Exxel, fondo de inversión perteneciente a Juan Navarro, compitió con Unilever y Compañía Química de Bunge & Born, en la adquisición de la empresa **Ciabasa** (Compañía Industrias Argentinas de Buenos Aires) fabricante de productos de limpieza. La compra fue ejecutada finalmente por el Grupo Exxel en 7.6 millones de dólares de los cuales 4.6 millones correspondían a un crédito obtenido en el exterior.

Según Naishtat S., el proceso de compra fue el siguiente: primero The Argentine Private Equity Fund I realizó un aporte irrevocable por U\$S 3 millones a TEG Holdings, esta se lo transfirió a CIABA Holdings SA inscripta en Argentina y presidida por Juan Navarro a cambio de acciones. Luego esta última transfirió el dinero a Ciaba Acquisition también a cambio de acciones.

Por otra parte, el fondo de inversión efectuó un plazo fijo por seis millones de dólares en Stock Options Inc. de Panamá, quien los envió a Offshore Trust Banking Corporation. Esta última entidad, prestó 4.6 millones a Ciaba Acquisition, quien finalmente junto con los U\$S 3 millones de capital compró Ciabasa.

Asimismo, Ciabasa recibió otro préstamo directo del Offshore Trust Banking Corp. por U\$S 1.4 millones, que fue el saldo que quedó del depósito a plazo fijo de los U\$S 6 millones.

El esquema de la compra puede visualizarse en la imagen a continuación:



Nota: "La toma de CIABASA" Fuente: Naishtat S. y Maas P.; "El cazador, la historia secreta de los negocios de Juan Navarro y el Grupo Exxel"; primera edición 2000; editorial Planeta; Buenos Aires – Argentina; pp 95.

Posteriormente, Ciaba Acquisition y Ciabasa fueron fusionadas con lo cual sus activos y pasivos se expusieron consolidados en un único balance. De esta manera Ciabasa pasó a tener un pasivo que con sus dueños originales era de 6 millones de dólares a 11.4 millones (casi el doble). Con todo esto el Exxel Group aprovechó el beneficio impositivo que otorga el artículo 77 de la Ley de Impuesto a las Ganancias a partir del cual una empresa como Ciaba Acquisition fuertemente endeudada y por lo tanto con quebranto impositivo, al fusionarse con Ciabasa quien pagaba impuesto a las ganancias, crearon una nueva empresa que pudo contabilizar a su favor la ventaja de no tener que pagar impuesto o minimizar el pago del mismo.

Como consecuencia de este artículo muchas empresas eludieron el pago del impuesto y en 1998 se hizo una modificación al mismo a partir de la cual sólo se podían transferir los quebrantos impositivos después de dos años de concretada la fusión.

Es así como en ese mismo año el gobierno creó un impuesto sobre los intereses pagados y el costo financiero del endeudamiento empresarial con una tasa de hasta el 15% como una forma de subsanar la elusión legal del pago de impuesto a las ganancias que estaría

vigente en principio hasta el año 2008 según Título IV de la Ley 25.063. Sin embargo, en enero de 2011 dicho impuesto fue derogado por el art. 2 de la Ley 25.402.

Otro caso muy conocido en el país, fue la compra apalancada de **Havanna S.A.** Dicha empresa surgió en enero de 1948 en la ciudad de Mar del Plata por un grupo de socios conformados por las familias Sisterna, Elíades y Sbaraglini quienes montaron la primer fabrica de elaboración de alfajores a la vista frente al casino de la ciudad. Más tarde, “en 1960 Havanna abrió diez sucursales en Mar del Plata y en 1965 unificó las cuatro pequeñas plantas en el gran edificio... Años más tardes debutaron con el sistema de franquicias y lograron expandir el negocio hasta ochenta y un puntos de venta.” (25). Entre 1995 y 2003, Havanna reconvirtió su negocio al lanzar sus cafeterías, canal que le permitió expandir la venta de sus principales productos fuera de la costa atlántica argentina.

Según el autor Della Picca P. H., Havanna fue comprada en el año 1998 por una compañía extranjera constituida en las Islas Caimán llamada Great Brands Investments, quien creó a Great Brands Inc. con el objeto de adquirir el control de Havanna. La compra fue realizada a través de un préstamo otorgado por un grupo de bancos extranjeros a favor de Havanna y sobre el cual Great Brands Inc. salió como garante.

El Exxel Group adquirió a Havanna en 85 millones de dólares a sus fundadores. Great Brands Inc. se quedó con el 99,99 % de las acciones de Havanna, obteniendo así el control sobre la misma. Dicha circunstancia, es decir que Great Brands Inc. tenga como único activo el paquete de control de una sociedad argentina, y que además su única actividad consista en ser accionista mayoritaria de esa sociedad permite que se la pueda encuadrar dentro del artículo 124 de la LSC. Este artículo establece que cuando una sociedad extranjera tiene su sede en Argentina o su principal objeto se cumple dentro del país, esta puede considerarse como sociedad local "a los efectos del cumplimiento de las formalidades de constitución, o de su reforma y control de su funcionamiento".

Con posterioridad, el 3 de octubre de 2002, Great Brands Inc. y Havanna S.A. se presentaron en concurso preventivo invocando la primera su condición de garante de la segunda, en virtud del préstamo sindicado mencionado en párrafo anterior cuyo grupo de prestamistas estaba representado por Deutsche Bank Trust Company Americas. En el

(25) Naishtat S. y Maas P.; “El cazador, la historia secreta de los negocios de Juan Navarro y el Grupo Exxel”; primera edición 2000; editorial Planeta; Buenos Aires – Argentina; pp 203.

concurso preventivo de Havanna S.A. la acreencia de dicho inversionista alcanzaba el 90,38% del pasivo verificado.

“El Juez interviniente declaró formalmente inadmisibile el pretendido crédito en el concurso de Havanna S.A. y admisible en el de Great Brands Inc. fundando su decisión en la circunstancia de haber descubierto que la deuda había sido colocada en cabeza de Havanna S.A. como parte de la compra apalancada de sus acciones”(26).

Sin embargo, en marzo de 2004, se homologó el acuerdo preventivo celebrado entre Havanna y los acreedores quirografarios, a partir del cual se acordó el pago del 100% de la deuda quirografaria y/o admisible, sin intereses y en un único pago.

Otro caso fue en la provincia de Chubut con la empresa **Centrales Térmicas Patagónicas S.A.** cuyo capital social estaba conformado por 51% acciones clase A perteneciente a un grupo integrado por Late S.A, Eleprint S.A. y la Federación de Trabajadores de Luz y Fuerza, y el resto en acciones clase B propiedad del Estado Nacional y de la Provincia de Chubut y acciones clase C perteneciente a dependientes de la empresa, conforme a un Programa de Propiedad Participada.

La Provincia junto con el Estado Nacional iniciaron una acción judicial para dar nulidad a la asamblea que aprobó el balance de la empresa Centrales Térmicas Patagónicas del año 1995. En el mencionado juicio se demostró que los accionistas mayoritarios se aprovecharon de dicha condición y trasladaron la deuda que Aguas y Energía Eléctrica S.E. tenía con su personal a la empresa Centrales Térmicas Patagónicas S.A., lo cual estaba totalmente prohibido en los pliegos de bases y condiciones.

Ante este escenario, la Corte Suprema estableció lo siguiente: “el traspaso de las deudas que el Adjudicatario efectuó a la demandada agravó ilegítimamente la situación patrimonial de una empresa [...] las asambleas impugnadas implican la voluntad social de obligar al Estado Nacional y a una Provincia de la República a soportar deudas sin causa jurídica que lo justifique, amparándose para ello en el principio de contribución de las pérdidas común a toda la sociedad” (27).

(26) Della Picca P. H.; “La compra apalancada de empresas (leveraged buy out). Sus implicancias pasadas, presentes y futuras”; publicado el 28/07/2012; El Derecho; pp 3.

(27) Della Picca P. H.; “La compra apalancada de empresas (leveraged buy out). Sus implicancias pasadas, presentes y futuras”; publicado el 28/07/2012; El Derecho; pp 4.

En este caso el apalancamiento no se utilizó para comprar a la *target* sino para hacer frente a las deudas que le correspondían a la sociedad adquirente.

En la privatización de **Aerolíneas Argentina S.E.** se pudo apreciar otro caso de compra apalancada.

De acuerdo al artículo “Privaciones Entel, OSN, YPF, Aerolíneas Argentina” publicado en el foro “PresidentesArgentinos.com” (28), todo el proceso de privatización de Aerolíneas Argentinas fue poco claro y prolijo. Desde el comienzo mismo del trámite de privatización se elevaron denuncias desde la Cámara de Diputados, el periodismo y los gremios afectados. Se llegó a la justicia y ésta tuvo su última palabra a través de la Corte Suprema de Justicia, que por medio del *per saltum*, un instituto inexistente en nuestro sistema procesal y en tiempo récord habilitó definitivamente el curso de la privatización.

Con ello se puso a la venta una de las empresas aerocomerciales más superavitarias del mundo, se firmaron decretos que modificaban leyes, que creaban un nuevo tipo societario, como el de sociedad anónima con participación minoritaria del Estado, prohibido por las leyes de aplicación; que subestimaban la importancia del precio real de la empresa; que no contemplaban el valor de las rutas aéreas, las que se entregarían sin cargo; que prorrogaban los plazos para acomodarlos a las exigencias de los futuros oferentes.

Así, Aerolíneas Argentina S.E. (Sociedad del Estado) se transformó en Aerolíneas Argentina S.A. y a partir de ello, se transfirieron todos los bienes, derechos y obligaciones de la primera a la segunda.

Según artículo “El proceso de privatizaciones en Argentina desde una perspectiva del balance de pagos” de Machinea J. L., Bein M., Kacef O., Rodriguez J., Ongaro M., mediante el Decreto N° 1591/89 se dispuso la privatización parcial – con participación estatal no mayoritaria – de Aerolíneas Argentinas Sociedad del Estado. La venta del 85% de la empresa incluyó asimismo los derechos sobre la totalidad del capital de la empresa Operadora Mayorista de Servicios Turísticos Sociedad del Estado (OPTAR), así como su participación del 55% en Buenos Aires Catering S.A.

(28) Admin, “Privaciones Entel, OSN, YPF, Aerolíneas Argentina”; <http://www.presidentesargentinos.com/32/privatizaciones-entel-osn-ypf-aerolineas-argentinas/>; 2011; Buenos Aires – Argentina.

En el pliego se establecía que al menos el 51% de la participación quedase en manos argentinas, conservando así la categoría de empresa de bandera nacional.

Con la publicación del Decreto N° 1354/90, el Estado Nacional adjudicó y vendió, mediante licitación pública internacional, las acciones ordinarias de Aerolíneas Argentina S.A. a un consorcio conformado por Iberia Líneas Aéreas de España S.A., Cielos del Sur S.A., Devi Construcciones S.A., Florencio Aldrey Iglesias, Alfredo C. Pott, Leandro J. Bonasea y Luis Zanón. La participación de los miembros del grupo era la siguiente: Iberia 20%, Cielos del Sur S.A. 12%, Devi S.A. 9.5%, Aldrey 9.5%, Pott 9.5%; Bonasea 7%, y Zanón 17.5%.

Es importante mencionar que en el proceso la empresa fue tasada en 625 millones de dólares, pero el valor de la licitación debería haber sido mucho más alto. Solamente la flota de aviones de Aerolíneas valía más de 500 millones de dólares. Los pliegos determinaron un monto de 623 millones de dólares. Como se vendía el ochenta por ciento de la empresa, la base fue fijada en 529.550.000 dólares.

Según artículo publicado por Cesaretti O. en la editorial Errepar, con la publicación de dicho decreto se autorizó a aprobar el estatuto de Aerolíneas Argentina S.A. del cual surge que el capital se fijó en la suma de \$ 2.500 (A 2.500.000), emitiéndose las tres clases A, B y C con dos votos por acción y con derecho a elegir un director titular y un suplente, habiéndose previsto la emisión de acciones preferidas transferibles por simple endoso o nominativas no endosables con posibilidad de rescate anticipado total o parcial.

Luego, con el decreto 2438/90 se aprobaron dos contratos, denominados Anexo I y II. El primero de ellos se llamaba "Contrato de transferencia de acciones", por el cual el Estado Nacional vendía a los adjudicatarios 2.125 acciones ordinarias clase C de Aerolíneas Argentinas SA en \$ 2.125 (A 2.125.000) pagaderos en dicho acto. Iberia, suscribió 500 acciones clase C, que representaban el 20% del capital social y pasó a ser accionista mayoritario dentro de su clase.

El segundo de los contratos, "Contrato General de Transferencia de Aerolíneas Argentinas Sociedad del Estado"; ARSE (Aerolíneas Argentinas Sociedad del Estado) vendió, cedió y transfirió a ARSA (Aerolíneas Argentina Sociedad Anónima) y ésta

aceptó los bienes, derechos y concesiones que componen la Unidad Operativa de Aerotransporte (UOA) cuyo titular y explotador hasta la fecha fuera ARSE. Respecto del precio fue de U\$S 260.000.000; de los cuales U\$S 130.000.000 fueran cancelados el 28/9/1990 y los restantes U\$S 130.000.000 en diez cuotas iguales, semestrales y consecutivas con más 8.375% de interés anual y U\$S 1.610.000.000 pagaderos en títulos de la deuda pública externa argentina, que en ese entonces cotizaban al 15% de su valor nominal, con más sus intereses devengados de U\$S 400.000.000 dentro de los 90 días de toma de posesión.

En el pliego, el oferente se comprometía a efectuar un programa de reequipamiento de la flota.

La falta de participación de los trabajadores o de sus representantes sindicales en la confección de las normas de la enajenación determinó que se eliminara en los pliegos la mención del mantenimiento del personal comprendido en las convenciones colectivas de trabajo.

El acuerdo establecía que a la fecha de entrega de Aerolíneas Argentina S.A. se debía presentar una garantía a favor del Estado Nacional por el pago del saldo del precio. De esta manera, quien se encontraba obligada al pago de dicho saldo era Aerolíneas Argentina S.A. y no los adjudicatarios. Por tal motivo, en el balance de 1991 de Aerolíneas Argentina S.A. se expuso un pasivo por U\$S 350.000 correspondiente a préstamos del exterior obtenidos para el pago mencionado.

“Con respecto al monto a plazo, se convino en abril del año siguiente su cancelación mediante la entrega de Bonex 1989 con valor nominal de U\$S 142 millones que incluían los intereses devengados.

Por el mismo convenio se acordó que la deuda en títulos públicos sería cancelada en tres cuotas. De esta manera, al 12 de mayo habían sido entregados al Estado U\$S 840 millones, en dos cuotas de U\$S 610 y U\$S 230 millones. Restaba entonces la entrega de títulos por U\$S 770 millones.

El 4 de Julio se firmó un nuevo convenio por el cual la compañía se comprometía a entregar títulos por 210 millones, pero todavía quedaban pendientes 560 millones. Asimismo se acordó que se estudiaría el valor de los créditos que la empresa reclamaba

al Estado, y que, una vez estipulado el monto, se traduciría a su equivalencia en títulos de deuda que se deducirían del saldo deudor mencionado. La paridad acordada fue de U\$S 0.304 por cada U\$S de valor nominal de los títulos.

Para esa época la composición del consorcio comprador se modificó sustancialmente; Iberia alcanzó el tope de 30% de participación, cuatro bancos españoles poseían un 19%, las empresas argentinas Riva S.A. y Devi S.A. un 17% cada una, y el 2% restante en manos de un particular argentino con residencia en España. El Estado Nacional y los empleados conservaban el 5% y 10% respectivamente.

En noviembre del mismo año, luego de extensas negociaciones, el Estado hizo lugar a reclamos de la empresa de deudas por U\$S 109 millones en concepto de diferencias de inventario, deudas anteriores a la venta y pasajes vendidos y no volados.

El 13 de marzo de 1992, se declara que el saldo a favor del Estado ascendía a U\$S 170 millones de valor efectivo. Descontados los U\$S 109 millones, se declara un saldo de U\$S 61 millones a favor del Estado. Parte de este importe se canceló con un pago de ARSA por U\$S 10,5 millones que el Estado aplicó al aumento de capital que había sido dispuesto por la asamblea de septiembre de 1991. Los restantes U\$S 50,5 millones se cancelan con créditos a favor de ARSA originados en la provisión de pasajes a funcionarios públicos.

El 20 de julio de 1992, ante una situación de alto endeudamiento, se firmó un acuerdo mediante el cual se volvió a redefinir la estructura accionaria de la compañía. ARSA reconoce una deuda con el Estado por aproximadamente U\$S 60 millones. Mediante la capitalización de esa deuda, el Estado Nacional suscribe las acciones no suscriptas en la última ampliación de capital (septiembre 1991). Son 271 millones de acciones que hacen aumentar la participación del Estado en la empresa, pasando a controlar el 43%. Iberia retuvo el 30%, los bancos españoles Hispano-Americano, Banesto y Cofiva el 19%, Alfredo Otálora el 2%, y privados argentinos el 6%.

Luego, en marzo de 1994, se dispone un aumento de capital de U\$S 500 millones. Iberia se compromete a integrar la totalidad de ese monto y como consecuencia la participación del Estado vuelve a reducirse al porcentaje original. Al año siguiente, el Estado español compra las acciones de Aerolíneas en manos de Iberia, las cuales pasan

a forman parte de Interinvest, sociedad que dicho Estado comparte con los bancos Merrill Lynch y Bankers Trust. El Estado español actúa a través de la SEPI, Sociedad Española de Participaciones Industriales.

En 1996 Austral pasa a integrar Interinvest, y en 1998 se incorpora la empresa norteamericana American Airlines, que compra el 10% y se hace cargo del gerenciamiento de la compañía. Luego de conflictos entre españoles y norteamericanos, en febrero de 2000 la gerencia pasa a manos de un ex directivo de Austral y se comienza a delinear un plan de reconstrucción de la compañía.” (29).

La conclusión en este caso es que Iberia no sólo sobre endeudó a Aerolíneas Argentinas para poder financiar su compra, sino que además vendió algunos aviones, hipotecó otros y así, una empresa que había sido entregada libre de deudas, en el año 2000 a causa de sus fuertes pasivos estuvo al borde de la quiebra.

Otro caso fue el de la empresa **Marofa S.A.** En esta oportunidad, los accionistas de la Sociedad eran tenedores del 51,2 % de las acciones y adquirieron el 48,8 % restante con una garantía hipotecaria sobre el establecimiento de la Sociedad. Al momento de presentarse en concurso preventivo la Sociedad, un acreedor quirografario inició acciones para eliminar del pasivo el préstamo garantizado con una hipoteca ya que esta no constituyó la verdadera causa de la obligación cuya verificación se pretendía, sino que se utilizó para encubrir la deuda por la compraventa de acciones.

“La tesis del demandante fue que en realidad la venta de acciones constituyó una maniobra de los accionistas de Marofa S.A., quienes —conociendo el estado de cesación de pagos de la compañía— instrumentaron el vaciamiento de los activos sociales en beneficio propio con el objeto de perjudicar a los acreedores quirografarios y asegurarse, en caso de concurso o quiebra, el cobro de una importante suma de dinero, o bien hacerse del inmueble compensando el crédito en caso de llegarse a la subasta”(30).

Finalmente, se hizo lugar a la nulidad de un mutuo simulado para servir de causa a una hipoteca constituida sobre activos de la compañía en garantía del saldo de precio que el

(29); Machinea J. L, Bein M, Kacef O., Rodriguez J., Ongaro M.; “El proceso de privatizaciones en Argentina desde una perspectiva del balance de pagos”; Buenos Aires – Argentina; pp 11-12.

(30) Della Picca P. H.; “La compra apalancada de empresas (leveraged buy out). Sus implicancias pasadas, presentes y futuras”; publicado el 28/07/2012; El Derecho; pp 5.

accionista mayoritario adeudaba al minoritario por la compra de sus acciones, considerando que los fondos correspondientes al préstamo no ingresaron a la caja social. Dicha simulación fue considerada ilícita y perjudicial para los acreedores de la concursada.

Otra de las compras apalancadas efectuadas por el grupo Exxel, según la periodista Naishtat S. en su libro “El Cazador” fue **OCA** (Organización Coordinadora Argentina). Esta compañía fue creada en 1957 por Tomás Khalor en la provincia de Córdoba con el objeto de subsanar el mal funcionamiento del correo estatal y así poder garantizar el envío de correspondencia a Córdoba capital y Buenos Aires.

OCA fue adquirida por US\$ 450 millones de los cuales US\$ 150 millones fueron en efectivo y el resto a abonar en dos años. Antes de la compra, OCA tenía una deuda que representaba el 39,5 % del capital. Luego del LBO, este porcentaje pasó a ser del 79,5 %. Según Standard & Poor’s “... los ratios de deuda sobre capital se encuentran subestimados, considerando la gran cantidad de intangibles que derivan de la compra apalancada”, ya que Exxel con el fin de obtener un préstamo mayor, en el cual daba a OCA como garantía, sobrevaloró a la empresa con activos intangibles que estaban representados por su marca y experiencia.

Junto con OCA este grupo compró Interbaires (dueña de los free shops) y Edcadassa (encargada de los depósitos fiscales para las cargas aéreas en todo el país). El interés por esta empresa estaba relacionado con la licitación que iba a llevarse a cabo con los aeropuertos del país y en la cual estaban interesados en participar. Tener en su poder a estas empresas les otorgaría una posición privilegiada al grupo al momento de la licitación.

“El Exxel había comprado en 605 millones de dólares pagaderos en varias cuotas OCA, Ocasá y el holding Inversiones y Servicios, que estaba integrado por la firma de logística Villalonga Furlong, los depósitos fiscales Edcadassa e Interbaires” (31).

Un caso interesante fue el que expone la autora Naishtat S. en su libro “El cazador, la historia secreta de los negocios de Juan Navarro y el Grupo Exxel” acerca de una de las empresas líderes en la fabricación y venta de pan en moldes llamada **Fargo**. Esta sociedad fue comprada por el grupo Exxel en octubre de 1997 en más de 220 millones

(31) Naishtat S. y Maas P.; “El cazador, la historia secreta de los negocios de Juan Navarro y el Grupo Exxel”; primera edición 2000; editorial Planeta; Buenos Aires – Argentina; pp 145.

de dólares. Al momento de su venta, Fargo controlaba el 65% del mercado del pan lactal y poseía un acuerdo con McDonald's como proveedor exclusivo de pan. En esa época Fargo se encontraba en su mejor momento, tenía “ventas anuales por 120 millones de dólares al momento de su adquisición, el balance que cerró en junio de 1997 informó ganancias netas por 10,2 millones de dólares,... Era una empresa que funcionaba con un endeudamiento muy bajo. Su pasivo total era de 34,5 millones de dólares, contra activos por 74 millones”. (32)

Luego, en septiembre de 1998, el pasivo subió a 145 millones de dólares como consecuencia de la emisión de un bono por 120 millones de dólares a 10 años, con una tasa de interés del 13,25 %. Dicho bono se utilizó principalmente para cancelar el crédito puente que el grupo Exxel obtuvo con el banco estadounidense Bankers Trust para la compra de la compañía.

“El bono de Fargo no ofrecía garantías reales, debido a que el monto de la emisión superaba ampliamente el valor de sus activos hipotecables. Por eso, la elevada tasa de interés del 13,25% apuntaba a seducir a los inversionistas de riesgo, conocidos como bonos basuras”. (33) El mencionado bono fue un éxito en su colocación, se sobresuscribió cinco veces y fue comprado en su mayoría por inversionistas de riesgo estadounidenses.

Sin embargo, la calificadora de riesgo Moody's le puso una mala puntuación a la emisión del bono debido a que Fargo mostraba en sus balances un alto endeudamiento que tenía un escaso nivel de cobertura, ya que el activo estaba compuesto principalmente por un valor llave que surgió luego de la compra a través del LBO. Lo que hacía el grupo Exxel era registrar contablemente un valor llave que surgía de aumentar en exceso el valor de algunos activos de la empresa.

Como Naishtat S., el periodista Lanata J. en su libro “Argentinos: quinientos años entre el cielo y el infierno” también comenta que en el caso de Fargo, los activos pasaron de 74 millones de dólares a 256 millones de dólares después del LBO gracias a los 168 millones de dólares registrados como activo intangible en su balance. Ese activo intangible era el valor llave representado por una parte del precio que el grupo pagó con la compra de la compañía. La justificación radicaba en que al aumentar cuatro veces el

(32) Naishtat S. y Maas P.; “El cazador, la historia secreta de los negocios de Juan Navarro y el Grupo Exxel”; primera edición 2000; editorial Planeta; Buenos Aires – Argentina; pp 115.

(33) Naishtat S. y Maas P.; “El cazador, la historia secreta de los negocios de Juan Navarro y el Grupo Exxel”; primera edición 2000; editorial Planeta; Buenos Aires – Argentina; pp 116.

pasivo de Fargo por endeudamiento correspondía subir el valor de algunos activos para que el patrimonio no diera negativo. Según declaraciones de Moody's, "El valor llave es una parte tan importante de los activos de Fargo (exactamente el 64%) que el valor neto de los tangibles de la empresa es negativo" (34).

Como conclusión una empresa como Fargo que poseía ganancias alrededor de los 9 millones de dólares pasó a tener pérdidas por 15,3 millones de dólares luego del LBO y un quebranto impositivo de 23,8 millones de dólares que implicó que en el año 1998 dejara de pagar impuesto a las ganancias.

Finalmente en el año 2002, según artículo publicado en el diario Clarín "La crisis golpea a la principal panificadora del país" Fargo solicita su concurso preventivo ante la imposibilidad de saldar una deuda de U\$S 150 millones compuesta principalmente por los bonos emitidos por el grupo Exxel al momento de su compra.

(34) Naishtat S. y Maas P.; "El cazador, la historia secreta de los negocios de Juan Navarro y el Grupo Exxel"; primera edición 2000; editorial Planeta; Buenos Aires – Argentina; pp 117.

CONCLUSIÓN

Las compras apalancadas o LBOs aparecieron en Estados Unidos y luego en el resto del mundo como un fenómeno que permitió a las empresas mejorar su gestión administrativa y financiera y resolver el problema que muchas de ellas estaban atravesando debido a que la cotización de sus acciones se encontraba muy por debajo del valor real de sus activos, gracias a la situación económica del país y las especulaciones de los inversores en aquella época.

Este tipo de transacción fue muy común en industrias dedicadas en su mayoría a la comercialización de bienes como el petróleo, tabaco y productos alimenticios que se encontraban a sí mismas con flujos de tesorería operativos muy altos y oportunidades de inversión limitadas en sus negocios existentes por lo que compraban empresas para expandirse en nuevas áreas, tal como fue el caso de Beatrice Company mencionado anteriormente.

Una de las mejoras que se observaban en empresas post LBO está relacionada con la disminución de conflictos de intereses o costo de agencia entre accionistas y administradores respecto de los flujos de fondos en exceso. A partir del LBO estos flujos se destinaron a la cancelación del principal e intereses de la deuda y dejaron de reinvertirse en proyectos con VAN negativo, reduciendo de esta forma el temor de los inversores.

Otra de las razones por la cual se efectuaban este tipo de operaciones fue por el aumento de valor de la empresa que producían los ahorros impositivos generados por los intereses de la deuda y la revalorización de los activos de la compañía con el consiguiente aumento de los gastos de amortización deducibles del impuesto a las ganancias.

Asimismo, este proceso produjo una mejora en incentivos para los directivos y empleados, quienes tenían un mayor compromiso financiero personal en la empresa y debían trabajar más para saldar la deuda obtenida por la compra.

En muchos casos el LBO se utilizó como un mecanismo de defensa ante ofertas de control hostil. Esto permitió que la empresa dejara de cotizar en bolsa y que los directivos pasaran a ser accionistas de la sociedad a través de un MBO, ya que estos son

los que poseen información privilegiada de la empresa y que conocen de cerca la evolución futura de la misma.

Tal como se mencionó, un alto grado de apalancamiento implica altos rendimientos, siempre y cuando los flujos de fondos proyectados resulten tal como se esperaban. De lo contrario, el proceso producirá un incremento en los riesgos financieros de la empresa con los consiguientes problemas que esto genera.

Por esto, es importante aclarar que no todo es positivo en este tipo de transacción, muchas empresas fueron abandonadas con enormes cargas de deuda y tuvieron que vender sus activos para hacer frente a este problema. También muchas compañías de ahorro y préstamo y algunas empresas de seguros invirtieron en los bonos basuras mencionados anteriormente, que luego resultaron impagables. Esto comprometió su grado de solvencia y liquidez.

Si bien los LBO generaban incrementos enormes en el valor de mercado de las empresas, la mayoría de las ganancias fueron a parar a manos de los accionistas vendedores y no de los inversores. Gran parte de las ganancias de estos accionistas fue a costa de los obligacionistas.

En el exterior, en especial en Europa, si bien en un principio estaba prohibida cualquier tipo de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias, luego esta restricción se flexibilizó y estuvo sujeta a ciertas condiciones tales como que la transacción se haga en condiciones de mercado justas, restricciones respecto de las garantías otorgadas por el préstamo, entre otras. Con esta modificación se buscaba proteger los derechos de los acreedores, accionistas minoritarios y el interés social.

Respecto de los tres casos de estudio mencionados puede observarse que las empresas *target* antes del LBO se encontraban en un estado de auge, sus balances mostraban volúmenes de venta elevados, como así también su expansión en los negocios por todas partes del país, mientras que el monto de sus pasivos era muy escaso en comparación con sus activos. Luego del LBO sus pasivos resultaron tan elevados que comenzaron a tener problemas financieros y cada vez se hizo más complicado cumplir con las condiciones de préstamos establecidas al momento de la transacción. En función a ello, tuvieron que adoptar medidas tales como programas de desinversión, venta de activos no

indispensables para la empresa, postergar los plazos de pago de la deuda, entre otros, hasta llegar en muchos casos al pedido de quiebra.

En nuestro país la aplicación de este proceso fue de manera muy variable tal como lo demuestran los distintos casos mencionados en esta investigación. Si bien este tipo de transacción no se encuentra expresamente reglamentada bajo alguna ley o norma jurídica, para algunos y de acuerdo a cada caso, puede considerarse prohibida al suponer la compra de las acciones por la propia sociedad en infracción al artículo 220 de la LSC.

Asimismo, aunque no existe un consenso definido sobre la licitud o no del LBO en nuestro país, la jurisprudencia ha demostrado que existe un acuerdo respecto a que durante dicho proceso se deben evitar efectos dañinos sobre la *target*, los socios minoritarios y los acreedores de la sociedad.

Como se ha mencionado anteriormente, su ejecución puede perjudicar los intereses de los accionistas minoritarios y acreedores, en cuyo caso puede ser declarada nula o ineficaz por violentar el interés social y extralimitar indebidamente su objeto social. Ello sin olvidar que en muchos casos, por el propio riesgo del proceso, derivado de la asunción del endeudamiento, la operación resulta en casos de insolvencia. A partir de lo cual la reparación de los daños llega tarde y casi siempre de modo insuficiente.

Como en el exterior los casos ocurridos en nuestro país sufrieron la misma suerte. Empresas que se encontraban en una buena posición en el mercado, con volúmenes de ventas extraordinarios y un inventario de activos significativo como lo era Aerolíneas Argentinas en su momento, pasaron a ser empresas con un alto nivel de endeudamiento que tenían escaso nivel de cobertura ya que los activos de las empresas estaban compuesto principalmente por un valor llave resultante de la compra como fueron los casos de OCA y Fargo.

BIBLIOGRAFÍA

- Admin, “Privaciones Entel, OSN, YPF, Aerolíneas Argentina”; <http://www.presidentesargentinos.com/32/privatizaciones-entel-osn-ypf-aerolineas-argentinas/>; 2011; Buenos Aires – Argentina.
- Axelson U., Jenkinson T., Strömberg P. y Weisbach M.; “Borrow cheap, buy high? The determinants of leverage and pricing in buyouts”; (abril 2010); publicado en la siguiente página: <http://www.nber.org/papers/w15952>; Cambridge – United States of America.
- Baker G.; “Beatrice: A study in the creation and destruction of value”; The Journal of Finance Vol XLVII No. 3; 1992.
- Brealey R., Myers S. y Allen F.; “Principios de Finanzas Corporativas”; octava edición (2006); editorial Mc Graw-Hill/Interamericana de España S.A.U.; Madrid – España.
- Casillas T. y De Echagüe J.A., “Valoración y transmisión de PYMES”, primera edición 2003; editorial Fundación Escuela de Organización Industrial; Madrid – España.
- Cesaretti O.; “El apalancamiento financiero (compra del paquete accionario con bienes de la propia sociedad) y el caso Aerolíneas”; editorial Errepar; 2001; Buenos Aires – Argentina.
- Confederación Española de Organizaciones Empresariales; “Gestión Económico – Financiera”; edición 1991; editorial Mundi - Prensa; Madrid - España.
- Della Picca P. H.; “La compra apalancada de empresas (leveraged buy out). Sus implicancias pasadas, presentes y futuras”; publicado el 28/07/2012; El Derecho.
- Diario Clarín; <http://edant.clarin.com/diario/2002/06/28/e-02601.htm>
- Díez Torca I.; “Cómo entender las finanzas de hoy”; editorial Antoni Bosch, editor, SA; edición 2010; España.
- “Directiva 2006/68/CE del Parlamento Europeo y del Consejo”; 06/09/2006; Diario Oficial de la Unión Europea; L 264/35.
- Dos Santos T.; “El auge de la economía mundial 1983/1989. Los trucos del neoliberalismo”; 1992; Revista Nueva Sociedad N° 117; pp 20-28.
- Ernst & Young; “Mergers & Acquisitions”; segunda edición (1994); editorial John Wiley & Sons, Inc.; United States of America.

- Fox I. y Marcus A. “The causes and consequences of Leveraged Management Buyouts”; (1992); publicado en The Journal of Finance, Vol. 17 N° 1.
- Gaughan Patrick A.; “Fusiones y adquisiciones. Las claves para prevenir errores”; segunda edición (2006); editorial Deusto Planeta De Agostini Profesional y Formación, S.L.; Barcelona – España.
- Gazel N.; “Beatrice: from buildup through breakup”; 1990; publicado por la Universidad de Illinois Bureau of Economic Research; Estados Unidos.
- Gross Daniel y los editores de la revista Forbes; “Historias de Forbes. 15 relatos de empresarios que cambiaron la manera como vivimos y hacemos negocios hoy.”; segunda edición (1997); editorial Norma S.A.; Bogotá – Colombia.
- Hitt Michael A., Ireland R. Duane, Hoskisson Robert E.; “Administración estratégica. Competitividad y conceptos de globalización.”; quinta edición (2004); editorial Thomson; Madrid – España.
- Kaplan S. N. y Strömberg P.; “Leveraged buyouts and private equity”; (Julio 2008); publicado en la siguiente página: <http://www.nber.org/papers/w14207>.
- Krugman P. y Obstfeld M; “Economía internacional”; séptima edición (2006); editorial Addison Wesley; Madrid – España; cap. 18 y 19.
- Lanata J.; “Argentinos: quinientos años entre el cielo y el infierno”; 2003; editorial Ediciones B. S.A.; Buenos Aires – Argentina.
- Ley de Sociedades Comerciales (LSC), Ley de Concursos y Quiebras (LCQ), Código Civil (CC).
- Lichtenberg F. R. y Siegel D. “The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firms behavior”; (1990); publicado en el Journal of Financial Economics 24.
- Machinea J. L, Bein M, Kacef O., Rodriguez J., Ongaro M.; “El proceso de privatizaciones en Argentina desde una perspectiva del balance de pagos”; Buenos Aires – Argentina.
- Mascareñas Pérez Íñigo J.; “Fusiones y adquisiciones de empresas”; tercera edición (2000); editorial Mc Graw-Hill/Interamericana de España S.A.U.; Madrid – España.
- Naishtat S. y Maas P.; “El cazador, la historia secreta de los negocios de Juan Navarro y el Grupo Exxel”; primera edición 2000; editorial Planeta; Buenos Aires – Argentina.

- Opler T. y Titman S.; “The determinants of Leveraged buyout activity: Free cash flow vs. Financial distress costs”; (1993); publicado en The Journal of Finance, Vol. 48 N° 5 por Blackwell Publishing.
- Piaggi A.; “El Giraudi, Pascual c/Marofa SA y otros”; cátedra de derecho comercial de la Universidad de Buenos Aires; catedra-piaggi.com.ar/juris/giraudi.doc; 2011.
- Polak Federico G.; “El leveraged buy-out y el derecho internacional privado argentino”; (mayo 2004); Doctrina Societaria y Concursal ERREPAR (D.S.C.E.) XVI; 509.
- Ross S., Westerfield R. y Jaffe J.; “Finanzas Corporativas”; séptima edición (2005); editorial Mc Graw-Hill Interamericana Editores S.A. de C.V.; México.
- Scharf C., Shea E. y Beck G; “Acquisitions, mergers, sales, buyouts and takeovers: a handbook with forms”; cuarta edición (1991); editorial Prentice Hall Inc.; United States of America.
- Schmidt Michael; “Entendiendo las compras apalancadas”; (marzo 2012); publicado en página de investopedia (<http://www.investopedia.com/articles/financial-theory/08/leveraged-buyouts.asp>).
- Telias S.; “El planeamiento fiscal en las compras apalancadas (leverage y leveraged buy-out transactions): tratamiento de los intereses comprendidos en la operación”; 2004; Thomson Reuters La Ley.
- Tichi C; “Case Studies of Leveraged Buyouts”; 1991; editorial Diane Publishing Co.; Estados Unidos.
- Van Thienen P., Di Chiazza I., Paolini de Vidal P. y La Vista M.; “Compra apalancada de acciones: Marofa no es un LBO”; año 2008; CEDEF Law & Finance.